

Универзитет Св.Кирил и Методиј, Економски Факултет-Скопје

ОСНОВНИ ПРИЧИНИ ЗА ФИНАНСИСКАТА КРИЗА
ВО САД, ПОСЛЕДИЦИТЕ И ИЗЛЕЗОТ
(The Basic Causes of the Financial Crisis in USA,
Consequences and the way out)

Докторски труд

М-р Никола Џамбазовски
декември, 2012 година

СОДРЖИНА

АПСТРАКТ	4
ВОВЕД	6
1. ИСТОРИЈА НА ФИНАНСИСКИТЕ И ЕКОНОМСКИТЕ КРИЗИ-ТЕОРЕТСКИ ОСВРТ	10
2. ИСТОРИСКИ ПРЕДУСЛОВИ ЗА ФИНАНСИСКАТА КРИЗА ОД 2007 ГОДИНА	18
2.1. ПАДОТ НА СОЦИЈАЛИЗМОТ И ПОДЕМОТ НА ГЛОБАЛИЗАЦИЈАТА	18
2.2. ЛИБЕРАЛНАТА ЕКОНОМИЈА И СКРИЕНИТЕ ОПАСНОСТИ	20
2.3. ДОЛГОТ КАКО НАЧИН НА ЖИВОТ	23
2.4. НИСКИ КАМАТНИ СТАПКИ И ЕФТИНИ ПАРИ	26
2.4.1. <i>Taylor vs Greenspan</i>	29
2.5. ГЛОБАЛНА ФИНАНСИСКА ИНТЕГРАЦИЈА	31
2.6. ДЕРЕГУЛАЦИЈА НА ФИНАНСИСКИОТ ПАЗАР	33
2.7. ФИНАНСИСКИ ИНОВАЦИИ	37
3. ОСНОВНИ ПРИЧИНИ И ПОСЛЕДИЦИ ОД КРИЗАТА	41
3.1. ПРЕДУПРЕДУВАЧКИТЕ СИГНАЛИ НЕ БЕА ПРАВИЛНО ПРОЧИТАНИ	41
3.2. БАНКАРСТВО ОД СЕНКА (Shadow Banking)	45
3.3. КРЕДИТНАТА ЕКСПАНЗИЈА И ХИПОТЕКАРНИОТ БУМ	48
3.4. SUBPRIME КРЕДИТИТЕ И НИВНО ВЛИЈАНИЕ НА ПАЗАРОТ	53
3.5. ПОТТИКНУВАЧКИ ЕЛЕМЕНТИ КАЈ МОДЕЛОТ НА КРЕДИТИРАЊЕ ЗА ПОНАТАМОШНА ДИСТРИБУЦИЈА (Originate to distribute model)	56
3.6. СЕКЈУРИТИЗАЦИЈАТА КАКО ОСНОВЕН ФИНАНСИСКИ МОТОР	61
3.6.1. <i>Основни карактеристики на секјуритизацијата</i>	61
3.6.2. <i>Информативна асиметрија во процесот на секјуритизацијата</i>	65
3.6.3. <i>Credit default swaps</i>	67
3.7. НЕУСПЕХ ВО МЕНАЦИРАЊЕТО НА РИЗИКОТ	71
3.7.1. <i>Вреднувањето по фер вредност и реалните импликации врз финансиската криза</i>	74
3.8. УЛОГАТА НА FANNIE MAE И FREDDIE MAC	77
3.9. ШИРЕЊЕ НА КРИЗАТА СО НЕПРЕДВИДЛИВА БРЗИНА И ГОЛЕМИНА	81
3.9.1. <i>Финансискиот пазар целосно парализиран</i>	81
3.9.2. <i>Прелевање на финансиската криза на реалната економија</i>	86
4. УЛОГАТА НА ГОЛЕМИТЕ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ ВО КРИЗАТА ..	91
4.1. ГОЛЕМИТЕ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ ВО ЦЕНТАРОТ НА ФИНАНСИСКАТА КРИЗА	91
4.2. BEAR STEARNS	95
4.3. LEHMAN BROTHERS	102
4.4. GOLDMAN SACHS	109
4.5. AMERICAN INTERNATIONAL GROUP	113
4.5.1. <i>Maiden Lane II и Maiden Lane III</i>	117
4.6. МЕНАЏЕРСКИТЕ НАГРАДИ КАКО РИЗИК ФАКТОР ВО ФИНАНСИСКИТЕ КОМПАНИИ	121
4.6.1. <i>Менаџерските награди и финансиската криза</i>	121
4.6.2. <i>Системот на наградување мора да се подобри и да се заштитат долгорочните интереси на компаниите</i>	125

4.7.	УЛОГАТА НА РЕЈТИНГ АГЕНЦИИТЕ (S&P, MOODY'S, FITCH).....	129
4.7.1	<i>Рејулирање на рејтинг агенциите</i>	134
5.	ПРЕВЗЕМЕНИТЕ МЕРКИ ОД СТРАНА НА ДРЖАВАТА И ВЛИЈАНИЕТО НА ОВИЕ МЕРКИ ВРЗ БИЛАСОТ НА ФЕД	139
5.1.	МОЖНИ ЛИ СЕ ИСТИ РЕШЕНИЈА НА СЛИЧНИ ПРОБЛЕМИ?	139
5.2.	ПОСТАВЕНОСТА НА ФЕД И НЕГОВАТА ИНТЕРАКЦИЈА СО ВЛАДАТА	140
5.3.	ОДГОВОР НА ФЕД НА ФИНАНСИСКАТА КРИЗА	142
5.3.1.	<i>Позајмување во крајна инстанца на действителни институции</i>	144
5.3.2.	<i>Позајмување на примарните дилери (primary dealers)</i>	145
5.3.3.	<i>Отворање кредитни линии кон позајмувачите и инвеститорите</i>	146
5.3.4.	<i>Опции на отворен пазар</i>	149
5.3.5.	<i>Дополнителни мерки како одговор на финансиската криза и клучни прашања</i>	150
5.4.	ТРАНСФОРМАЦИЈАТА НА БИЛАНСОТ НА ФЕД.....	152
5.4.1.	<i>Динамичка анализана на билансот на ФЕД</i>	153
5.4.2.	<i>Како се менуваше билансот на ФЕД?</i>	156
5.4.3.	<i>Зголемување на ризиците</i>	160
5.5.	СОРАБОТКА НА МОНЕТАРНАТА И ФИСКАЛНАТА ПОЛИТИКА	164
5.6.	TARP	166
5.6.1.	<i>Програми во рамките на TARP</i>	171
5.6.2.	<i>Моментална состојба на TARP програмите и нејзините импликации врз даночните обврзници</i>	173
5.7.	RECOVERY AND REINVESTMENT ACT.....	176
5.8.	ЕКОНОМСКИТЕ ТЕОРИИ И ФИНАНСИСКАТА КРИЗА	180
5.8.1	<i>Австријци vs Кејнзијанци</i>	183
5.8.2	<i>Ликвидносна замка</i>	189
5.8.3	<i>Години на штедење или години на стимулативни мерки?</i>	191
6.	ЗАШТИТА НА ЕКОНОМСКИОТ И ФИНАНСИСКИОТ СИСТЕМ- ЛЕКЦИИ ЗА ИДНИНАТА	196
6.1.	ПРАВИЧНА РАСПРЕДЕЛБА НА ДОХОДОТ	196
6.2.	ИДНИНАТА НА БАНКАРСТВОТО.....	200
6.3.	МУЛТИНАЦИОНАЛЕН ОДГОВОР НА ГЛОБАЛНИ КРИЗИ	205
6.4.	ХИПОТЕКАРНОТО КРЕДИТИРАЊЕ ПОСЛЕ КРИЗАТА.....	210
6.5.	СЕКЈУРИТИЗАЦИЈАТА И ПРОМЕНЕТЕ ВО НЕЈЗИНОТО ПРАКТИКУВАЊЕ	215
6.5.1.	<i>Историската на Fannie Mae и Freddie Mac</i>	218
6.5.2.	<i>Промена во примените и регулативите на credit default swap</i>	220
6.6.	НАМАЛУВАЊЕ НА ЈАВНИОТ ДОЛГ КАКО УСЛОВ ЗА ДОЛГОРОЧНА СТАБИЛНОСТ	222
6.6.1.	<i>Состојбата на јавниот долг на САД и структура на кредиторите</i>	222
6.6.2.	<i>Високиот јавен долг- неактивен импакт на економијата и потенцијалот за раст?</i>	226
6.6.3.	<i>Долгорочното решение сепак е на расходната страна</i>	228
6.7.	ПОСТАВУВАЊЕ НА ОСНОВИ ЗА ДОЛГОРОЧЕН ОДРЖЛИВ РАЗВОЈ.....	231
	ЗАКЛУЧОК	237
	ДОДАТОК А: Финансиска криза-Временска рамка на настани и превземени активности	248

АПСТРАКТ

И покрај големиот број на информации и инволвирани субјекти во финансиската криза, најверојатно сè уште е рано да се одредат точните причини, последици и мерките коишто треба да се преземат за да се заштити системот од вакви драматични дисторзии. Ќе поминат уште многу декади и истражувачи кои одблизу ќе ги анализираат драматичните настани кои се случија во краток временски период (2007-2009) пред да се има сосема јасна слика што точно се случи.

Најголемите финансиски институции и нивните менаџери се соочија со предизвици далеку поголеми од нивните очекувања и индивидуални можности. Се случи тоа што ниту најпесимистичките аналитичари не го предвидоа, опасност од тотален колапс на глобалниот финансиски систем со катастрофални последици за реалната економија и воопшто за концептот на либералната економија како систем на уредување. Комплексноста на финансискиот систем и неговата поврзаност е толку голема што многу мал број на луѓе имаа целосна слика за тоа што се случува.

Државните власти, особено на САД мораа да преземат мерки кои биле незамисливи пред настанувањето на кризата. Стратешки одлуки се носеа преку ноќ, често без доволно време за анализа и точна перцепција за влијанието на тие одлуки врз пазарот. Парадигмата на пазарната економија доби сосема нова реалност.

Голем дел од директните учесници ќе бидат запаметени како директни или индиректни виновници за оваа катастрофа, додека дел од нив ќе бидат херои на своето време. Оваа граница, и тоа кој на која страна од истата ќе се најде е исклучително варијабилна категорија која претпоставувам ќе се менува во годините што претстојат.

И покрај тоа што помина само краток временски период, многу трудови веќе ја анализираат кризата од различни аспекти. Секогаш

произлегуваат скриени причини, нови последици и алтернативни мерки за регулирање на системот во иднина. Дебати и дискусии ќе се одвиваат во годините што се пред нас, кои ќе отворат нови хоризонти и знаења и ќе ја надополнат сликата за финансиската криза. Секогаш ќе откриеме нешто ново на што до тој момент не сме обрале внимание.

Затоа во овој труд не претендирам да ја дадам точната вистина туку само мојот поглед на настаните.

ВОВЕД

Динамичниот развој на САД како водечка економија покрај големиот број на позитивни аспекти има и низа на негативни екстерналии кои порано или подоцна ќе испливаат на површина. Последните две декади во оваа земја се карактеризираат со исклучително релаксирана монетарна политика со континуирано држење на ниски каматни стапки и стимулирање на раст. Длабоко беше втемелено верувањето во пазарните законитости и потребата за дерегулација односно отстранување на сите пречки за лесно функционирање на пазарот. Од друга страна, многу земји во развој како што се земјите богати со ресурси, својот капитал го трансферираа во САД како најлесно апсорбирачка средина за вишокот на капитал. Пресликано со едноставни зборови, имаше многу пари во малку познати финансиски инструменти.

Кога се анализираат причините за финансиската криза, најчесто се почнува со пазарот на недвижности (местото каде што започна кризата), фокусирајќи се на **subprime** хипотекарните кредит и неодржливиот надуван балон на пазарот на недвижности (пред сè станбени куќи) којшто почна да пропаѓа во текот на 2007 година.

Но ова не е целата приказна. Колапсот на пазарот на недвижности започна како реакција на големата побарувачка на финансиски средства. Сепак, многу финансиски институции не можеа да одговорат на ваков обем на побарувачка, со што се остава отворен простор за шпекулативни активности кои ја надополнуваат страната на понудата на финансиски средства за да ја задоволат огромната побарувачка. Голем дел од расположливиот светски капитал се пласираше на пазарот на хипотекарни кредити во САД, благодарейќи на **секјуритизацијата** со која се покри речиси 80% од овој пазар. Во основа секјуритизацијата е одличен финансиски мотор. Се формира сет (пул) на определен тип на кредити и истите како хартија од вредност (**Mortgage Backed Securities**) се продаваат

на пазарот. Како покрите за оваа хартија од вредност се самите хипотеки, и како секој инструмент можат да се тргуваат на пазарот на капитал. Овој процес овозможува високо ниво на ликвидност на примарните даватели на хипотекарни кредити кои повторно ги пласираа овие средства во нови кредити.

И покрај евидентниот недостаток на транспарентност и јасност (инвеститорите немаа чиста слика за ризикот од овој финансиски инструмент и не беа во можност да добијат точна информација кој недвижен имот е вклучен во пулот) хипотекарно покриените хартии од вредност се антиципираа како нискоризични и лесно се продаваа на инвеститори од целиот свет. На овој начин кај банките се појави склоност кон пласирање на средства на поризични клиенти (**subprime mortgages**) со нешто повисоки каматни стапки и остварување на поголем профит.

Секјуритизацијата по самата своја природа креира информативна асиметрија. Банките се заинтересирани за тоа да на субјектот на кој ќе му одобрат кредит истиот да го врати, а за обезбедување на таа цел вршат континуиран мониторинг со цел да се осигура нејзино остварување. Преку секјуритизацијата ризикот за враќање на кредитот преку „парче хартија“ се префрла на друг субјект којшто ги нема тие механизми ниту директни контакти со кредитокорисникот за наплата на побарувањето. Банките своето внимание го насочуваат кон повторен пласман на новите средства добиени со продажбата на дел од портфолиото.

Рејтинг-агенциите не земјаќи го предвид системскиот ризик на овие хартии од вредност истите ги рангираа како исклучително неризични (AAA рејтинг). Пазарот апсорбираше голема количина од овие хартии од вредност. Дополнително, бидејќи инвеститорите ги сметаа овие инструменти како нискоризични, истите се задолжуваа повеќе отколку што нивниот капитал тоа го дозволуваше. Оваа ликвидност како и фактот што инструментите се распространија на многу широк спектар на инвеститори од секаков вид и големина, беше еден од основните услови за настанувањето на кризата.

Инвеститорите (особено оние во Mortgage Backed Securities) можеа да го осигурат ризикот од побарувањето преку финансиски дериват наречен **Credit Default Swap**. Купувачот на овој инструмент плаќа определена провизија на продавачот, кој пак од своја страна се обврзува да исплати определена сума на пари на купувачот во случај на неможност за наплата на побарувањата (default). Овој инструмент се користеше за осигурување или за профит по пат на шпекулативни активности. Ваков сложен трансфер на ризикот не дозволува да се оцени кој ќе ја сноси крајната загуба. Никој не беше сигурен за финансиската состојба на контрапартнерот (дури ни на самиот себе), што доведе до недостаток на информации и замрзнување на пазарот.

Исто така важна причина за оваа состојба беше и делувањето на големите ревизорски куќи (случај веќе виден со Енрон) коишто ангажирани од страна на самите компании (и одлично платени) не беа доволно ажурни во вреднувањето на средствата во билансите на финансиските компании, давајќи нереални сигнали на инвеститорите.

Големиот пораст на хипотекарното кредитирање во САД доведе до голем пораст на луѓето кои купуваат куќи за сметка на оние кои рентаат. Околу 5 милиони луѓе во САД од подстанари преминаа во сопственици на домови. Како последица на тоа цената на недвижностите драстично растеше, а рентата паѓаше. Растот на цените на недвижностите дополнително ги стимулираше градежниците за поголеми инвестиции.

Веќе во 2006 година цените на недвижностите достигнаа врв. Точно во овој период почнаа и првите евидентни проблеми на должниците во измирувањето на обврските кон банките по основа на хипотекарни кредити. На почетокот од 2007 година голем дел од нив прогласија банкрот. ФЕД како и останатите финансиски авторитети во овој период беа на став дека тоа се нормални пазарни проблеми и изолирани неуспеси коишто нема да го загрозат финансискиот систем како целина.

Наместо тоа, во средината на 2007 година загубите на хипотекарниот пазар ескалираа и се проширија преку интегрираниот финансиски систем.

Кризата со огромна брзина се прошири на останатите пазари и дури на финансиски институции коишто немаа директна изложеност кон хипотекарниот пазар. Довербата во многу финансиски институции беше разнишана по првичните сигнали на пад на цените на нивните акции на берзите. Помеѓу јули 2007 година и март 2008 година на пазарот на капитал овие институции изгубија една третина од нивната пазарна вредност. Но можеби најголем од сите проблеми беше нарушената доверба помеѓу самите банки со што се стопираше, или во најмала рака драстично се намали интербанкарското кредитирање, со што вкупната ликвидност во финансискиот сектор, а преку него и економијата се загрози.

Пропаѓањето на гигантот **Lehman Brothers** во септември 2008 година јасно стави на знаење дека ова не претставува само изолиран проблем во нормална пазарна економија туку кризата претставува системски проблем кој може да ја загрози целокупната американска економија.

Земајќи ја предвид загрозеноста од можноста за пад на целиот финансиски систем како резултат на крахот на најголемите финансиски институции, американската администрација (тогаш *Henry Paulson* како министер за финансии и *Ben Bernanke* како гувернер на ФЕД) презеде директни интервенции на пазарот со финансиска помош на загрозените компании (*Bear Stearns, Sity Group, AIG, Bank of America, Merrill Lynch*). Оваа политика дека некои институции се "*to big to fall*" се презеде и од новата администрација на *Barack Obama* преку новиот министер за финансии *Timothy Geithner*. Уште долги години ќе се водат дискусии дали со овие интервенции трајно се загрозија пазарните фундаменти и дали развиениот свет ќе треба да бара нови модели на економско уредување.

Во моментот на пишување на овој труд голем дел од компаниите ја вратија финансиската помош кон државата со определен надомест за даночните обврзници во вид на камата. Целиот процес е на добар пат да ги оправда преземените мерки.

1. ИСТОРИЈА НА ФИНАНСИСКИТЕ И ЕКОНОМСКИТЕ КРИЗИ-ТЕОРЕТСКИ ОСВРТ

Финансиските кризи се дел од економската историја на човештвото и секоја генерација е сведок на најмалку неколку кризи. Во најпоедноставена форма финансиската криза се случува во услови на нагло паѓање на вредноста на некои средства или финансиски институции. Финансиската криза значи пад на вредноста, но не значи директно и рецесија на економијата. Рецесијата најчесто ја следи финансиската криза како нејзина последица. Во теоријата денес не постои унифициран став за причините, последиците и мерките за надминување на финансиска криза. Таа најчесто е поттикната од банкарска паника, балони на определени средства, банкрот на земјата, непредвидени политички конфликти, а може и едноставно да е пренесена од другите земји.

Мора да се има предвид дека секое пазарно движење во негативна насока не претставува криза. За некоја негативна појава на финансискиот пазар да добие карактер на криза треба да има неколку карактеристики: 1. кризата треба да биде општа, односно негативните индикатори да се однесуваат на поголем дел од финансискиот пазар, а не на поединечна институција; 2. треба да има подолго траење, односно негативни појави од неколку дена или недели не претставуваат криза, тие се само нормални краткорочни варијации; 3. кризата треба да е резултат на економски, а не на нееекономски фактори бидејќи вторите не се од траен карактер, повремено се случуваат и поминуваат. Причините за финансиските кризи можат да бидат чисто финансиски или заеднички со причините за општа економска криза бидејќи финансиската криза вообичаено е израз на економска криза на финансиските пазари. Од друга страна само финансиската криза може да доведе до голема економска криза без влијание на останатите економски фактори (како што беше големата депресија во САД).

Теоријата познава две спротивни гледања за поврзаноста на финансиските кризи и бизнис-циклусите. Според првото гледиште финансиските кризи се настани кои не се поттикнати од движења во реалната економија, туку се резултат на самонадополнувачки фактори. Ако штедачите или инвеститорите на краткорочни хартии од вредност проценат дека другите субјекти ги повлекуваат депозитите или ги продаваат хартиите од вредност тие ќе го направат истото и на тој начин се креира паника на пазарот. Спротивен ефект се добива кога сите веруваат дека нема да има паника и субјектите ги повлекуваат своите средства само според својата моментална потреба за потрошувачка¹. Иако оваа теорија објаснува како паниките настануваат, не дава одговор кога истите ќе настанат.

Вториот сет на теории се поврзани со нормалните бизнис-циклуси и финансиската криза ја поврзуваат со реалните економски движења. Во услови на рецесија се намалува вредноста на средствата во билансот на банката, така што кај инвеститорите и депонентите може да поттикне сомнеж дека банката нема да биде во можност навремено да ги сервисира своите обврски (Jacklin и Bhattacharya 1988 година). Според ова финансиските кризи не се настани кои се појавуваат од никаде, туку тие се резултат на тоа како субјектите ги антиципираат реалните економски движења.

Иако модерните банкарски системи се далеку покомплексни преку новите производи, инструментите и вонбилансните позиции преку кој се трансферира ризикот, сепак тие и денес се исто ранливи на кризи како и пред еден век. Финансиските кризи секогаш имаат влијание врз целокупната економија. Dell Ariccia, Detragiache и Rajan (2008 година) даваат докази дека финансиски кризи водат кон намалување на кредитирањето, намалување на растот на БДП и поголема погоденост на сектори кои се позависни од надворешни финансирања. Разликата е во тоа што во денешни услови банкарските кризи се резултат на намалената

¹ Franklin Allen, Ana Babus, Elena Carletti, "Financial Crisis: Theory and Evidence", working paper, 2009 година, страна 6

ликвидност на краткорочните пазари на пари и капитал за разлика од порано кога се случувале класични паники преку нагло повлекување на депозитите.

Кризите се феномен кој не се опасност само за неразвиените земји или земјите во развој. Скандинавската криза од раните деведесетти покажа дека и земји со софистициран и развиен економски и финансиски систем се ранливи. Кризата во Норвешка, Шветска и Финска по многу параметри е слична со Азиската криза од 1997 година и покрај големите разлики во економската развиеност на земјите.

Иако теоријата датира многу порано, сепак можеби прв поголем чекор за теоретската анализа на бизнис-циклусите е направен од Wesley C. Mitchell во 1913 година и од тогаш, па сè до појавата на Кејнзијанската теорија постои главно услогласен став дека цикличните флуктрации треба да се гледаат од аспект на теоријата на економска рамнотежа и дека овие две појави само навидум се контрадикторни. На ова се надоврзува поновата класична економска теорија според која: "Економијата секогаш се наоѓа во рамнотежа бидејќи инвестициите се еднакви на штедењето, но економијата не е секогаш стабилна".

Од друга страна Кејнзијанската теорија, бизнис-циклусите ги гледа како пазарна грешка која треба да се превенира или да се реши со соодветна владина политика. Ова значи дека бизнис-циклусите се всушност израз на економска нерамнотежа и дека се потребни економски мерки за да се врати економијата во рамнотежа. Keynes проблемот го бара во варијациите на агрегатната побарувачка во услови на невработеност надвор од природните рамки (доброволна невработеност). Токму ова е моментот кога државата треба да интервенира преку зголемување на агрегатната побарувачка.

Австриската економска школа, бизнис-циклусите ги детерминира како резултат на големата понуда на пари и кредити без реално заштедени ресурси што доведува до нерамнотежа помеѓу огромниот број на потенцијални проекти и ограничените реални ресурси за истите. Бидејќи

парите не се покриени со реални ресурси нивната вредност (преку голем спектар на финансиски средства) нагло паѓа.

Марксистичката теорија поаѓа од вредноста која се враќа кај работниците од произведеното добро. Истата тврди дека во чисти капиталистички системи многу поголем дел од вредноста се враќа кај инвеститорите, а многу мал дел кај работниците. Ова со текот на време доведува до големо производство, но мала куповна моќ на населението, односно нема кој да ги купи сите производи на пазарот. Затоа е важен даночниот систем, кој треба дел од ова богатство преку разни социјални програми да го врати кај работниците.

Постојат и голем број на теории со „потесен“ опфат, кои причините за кризи ги бараат во само неколку фактори како што се: технолошките иновации, политичките промени, раст на цените на земјиштето и недвижностите и слично.

Можеби најсеопфатна анализа за историјата на финансиските кризи во еден труд е дадена во делото на Rogoff и Reinhart, "This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly", од 2009 година. Во трудот авторите заклучуваат дека првите кризи главно се поврзани со владиниот долг и банкротот на земјите, додека во поновата историја кризите пред сè се резултат на низа неуспеси на приватни финансиски институции и балони. Но и денес се задржува релацијата на соодносот на владин долг-БДП како една од детерминантите за потенцијалот на земјите за раст од една страна и влегување во криза од друга страна. Трудот заклучува дека економската теорија утврдила дека финансиските пазари особено оние кои се базираат на голем левериџ (што би значело дека имаат мал капитал во однос на долгот) се исклучително ранливи и подложни на „криза на доверба“. Но од друга страна теоријата малку ни кажува за точниот временски период кога ќе настане и до кога ќе трае кризата. Доколку во борбата со тековни кризи се користат само историски искуства, успехот е малку веројатен. Динамичните економски и технолошки промени не дозволуваат унифициран и стандарден одговор на секоја наредна криза.

Ако се погледнат фактите за економски херои и губитници во последните неколку декади може да се заклучи дека сè помало е влијанието врз економскиот раст на системот на политичкото уредување на дадена земја. Кина како комунистичка држава и Јужна Кореа како целосно капиталистичка и демократска земја се примери за економски раст на долг период и покрај огромните разлики во нивната економска филозофија. Дури и автократски режими можат да продуцираат раст на економијата на среден рок. Во економски циклуси на раст и рецесија влегуваат капиталистички, комунистички, демократски и диктаторски режими, што ни дава на знаење дека е важно како се спроведуваат економските политики, а не кој ги спроведува.

Во момент на пишување на овој труд низ капиталистичкиот свет се случуваат голем број на протести и немири. Речиси сите синдикати, пензионери, административци и останати целни групи секојдневно го окупираат главниот плоштад во Атина. Можеби нешто во поблага варијанта, но овие слики се редовни во Мадрид, Лисабон, Рим и останати развиени делови од светот. Веќе година наназад во САД се случуваат протести под името „Окупирај го Вол Стрит“ како револт против големите и моќни финансиски институции. Иако протестантите не нудат некоја сериозна алтернатива, сепак нивниот гнев во суштина е насочен кон суровите сили на слободниот пазар и немоќта на државата да ги корегира аномалиите на истиот. Долги години особено по Втората светска војна класичната конзервативна економска мисла доминира во светот ставајќи ја слободата на пазарот и минималната улога на државата и регулаторите на ниво на догма и конвенционална мудрост која нема алтернатива.

Robert Lucas, професор на универзитетот во Чикаго и еден од највидните претставници на класичната конзерватива школа во 2003 година ќе изјави дека: "Главниот проблем во превенирањето на депресиите е решен". Lucas не тврди дека цикличните движења на економиите не се веќе присутни, туку дека тие се толку благи што нема потреба да се пресретнуваат, решаваат или ублажуваат. По излезот од големата

депресија во САД, низата на шокови во 70-тите и 80-тите, како и просперитетот во последните две декади чинеше дека капитализмот во својата чиста форма конечно надвладае како супериорен систем на уредување, и дека истот ќе овозможи само благосостојба со минимални и кратки кризи. И навидум изгледа логично дека ако понудата и побарувачката секогаш се изедначуваат при некое ниво на цена тогаш не би требало да има пазарни неусогласености и појава на кризи.

Сепак со последната криза од 2007 година се покажа дека ова не е ни одблизу точно. Не само што не е точно, туку дека силното верување е точно само ја зголеми болката и последиците. Krugman (2012) одговорот на прашањето зошто кризата од 2007 година не прерасна во голема депресија како во 30-тите години го наоѓа токму во фактот што сега државите (особено САД и Кина) реагираа многу поодлучно за разлика од големата депресија. Ова поодлучно значи директна интервенција на владите во економија што е спротивно на верувањето на класичната теорија која доминира во тој момент. Пред кризата некој официјален преставник на Трезорот или ФЕД да изјавеше дека државата со пари на даночните обврзници ќе спасува приватни компании најверојатно веќе наредниот ден ќе мораше да даде оставка.

Историјата ни покажува дека ризик од финансиски кризи секогаш постои при нагол раст на земји со ниско ниво на економска активност. Неколку земји и региони во последните две декади се типичен пример за тоа. Мексико во 1994 година, Азиската криза од 1997 година и Аргентинската криза од 2001 година се примери на ранливост на земјите во развој со преголем апетит за нереален раст. Во овој период се случи и кризата во Русија, но таму причините беа нешто подлабоки и структурни, а не само финансиски. Тоа што се случи со инвестициските банки во САД во последната декада се случи со комерцијалните банки во овие земји во анализираниот период. Преголема кредитна експанзија, без соодветна супервизија доведе до раст на билансите на банките, но и огромен кредитен ризик. Како почнаа проблемите со наплатата на кредитите и

влошувањето на финансиската состојба на банките така почна и стрмоглавиот пад надолу. Во Аргентина ова беше надополнето со голем владин долг и притисокот врз банките да апсорбираат дел од долгот (бидејќи позајмувањето од странство беше се потешко) што дополнителни ги ограничи ресурсите за кредитирање на стопанството и населението.

Mishkin (2009) го проширува реалниот проблем со кредитната контракција со информативната асиметрија и неможноста на пазарот да детектира успешна од неуспешна компанија во услови на целосен пад на вредноста на акциите и финансиските резултатите. Овој проблем е присутен при секоја финансиска криза.

Ruchir Sharma (2012) истакнува дека рецесиите не се создаваат само за да предизвикаат болка и намалување на богатството, туку и да поттикнат драматични тензии кои продуцираат реформи и чекори кои не би се презеле во нормални услови на раст и благосостојба. Помеѓу 1961 година и 1982 година, САД е во рецесија една третина од времето, додека од 1982 година до 2007 година САД е во ресеција само 11% од времето, што значи дека добрите времиња траат подолго, а кризите сè се пократки². Дури и рецесиите во последниот период се поблаги, односно со помал пат на БДП во однос на периодот пред 1982 година (околу 1%). Овој тренд во голем дел е поттикнат од можноста на САД и останатите развиени земји неограничено да позајмуваат и да го финансираат својот раст додека притисокот на глобализацијата и растот на продуктивноста оневозможуваше посилен притисок на инфлацијата.

Sharma исто така тврди дека во голем дел од случаите таканареченото „силно призејмување“ (голем пат на БДП, вработеност, банкротства) побргу ја враќа економијата на патот на раст и експанзија за разлика од „меко призејмување“, кое само може да ја одолговлечи болката, зголеми владиниот долг и на долг рок да ја замрзне економијата на стагнантно ниво. Јапонија е типичниот пример за потврда на оваа теза со можност и САД да влезе во иста траекторија. Согласно со оваа теза

² Ruchir Sharma, "Breakout Nations, 2012 година, заклучни согледувања

можеме да очекуваме дека земјите кои во моментот преземаат шок мерки (Грција, Велика Британија, Шпанија и сл) можат побргу да се опорават и да почнат економски да растат.

Интересен е периодот од 1945 година, па сè до 1971 година кога практично не се појавија поголеми кризи (освен Бразил во 1962 година). Но некои автори токму овој период на експанзија го таргетираат како причина за кризите во наредниот период. Преголеми јавни и приватни инвестиции во овој период го поттикнаа развојот, но голем дел од истите не беа економски оправдани. Од друга страна филозофијата на спречување на криза по секоја цена како резултат на секавањето на Големата депресија во САД ги дерогираше вистинските пазарни законитости. Allen и Gale (2007 година) политиката за избегнување на криза по секоја цена ја детерминираат како причина за криза.

2. ИСТОРИСКИ ПРЕДУСЛОВИ ЗА ФИНАНСИСКАТА КРИЗА ОД 2007 ГОДИНА

2.1. ПАДОТ НА СОЦИЈАЛИЗМОТ И ПОДЕМОТ НА ГЛОБАЛИЗАЦИЈАТА

Сите економски настани имаат определна политичка позадина. Во почетокот на 90-тите години се случија драматични политички промени со распадот на СССР и колапсот на социјализмот како систем на уредување. И од денешна гледна точка по 20 години сè уште не е јасно што точно се случи со советскиот режим, и како преку ноќ, без војна се смени комплетната идеологија со која се идентификувале милиони луѓе. Ова беше конечен триумф на капитализмот кој навлезе во нова ера на глобално прифатен систем на уредување.

Падот на Советскиот Сојуз го уништи социјалистичкиот сон. Речиси еден век идејата на социјализмот „од секому според можностите до секому според потребите“ служеше како интелектуална сила за тие коишто не веруваа во пазарните закони³.

И покрај големите очекувања, транзицијата на поранешните социјалистички земји се одвиваше со голем пад во економијата, вработеноста и животниот стандард. Само дел од транзиционите економии денес се близу на нивото на развој на големите економски сили, со низа на проблеми во нивното функционирање. Периодот на трансформација на општествата во овие земји ќе биде запаметен по големи социјални потреси, неправична прераспределба на националното богатство, корупција и криминал. И самите граѓани тешко се прилагодуваа на новите околности, барајќи ја истата заштитна функција на државата што ја имале во социјалистичкиот систем.

³ Paul Grugman, "The Return of Depression Economics and The Crisis of 2008", Penguin books, 2008 година, страна 13

Како што се отвараа едни земји така останатите ја ширеа својата економска експанзија. Во последните неколку декади светот влезе во толку силни интеграции на економски план што засекогаш се промени значењето на терминот *глобална економија*. Глобализацијата всушност претставува трансфер на технологија и капитал од земји со високи лични примања кон земји со многу мали примања што доведе до извоз базиран на ефтина работна сила. Сиромашните земји првично од Далечниот Исток (Филипини, Индонезија, Тајланд, Ј.Кореа и сл.) а потоа и од земјите во транзиција и Јужна Америка го привлекуваа капиталот со својата голема понуда на работна сила по ниска цена. Иако условите за работа биле исклучително мизерни сепак преовладува мислењето дека подобро некаква работа отколку никаква. Поентата на ова е дека и покрај понижувачкиот однос кон работната сила, земјите во развој имаа очигледен поширок бенифит од овој процес.

Со појавата на урбани работни места се зголеми куповната моќ од една страна, а се намали притисокот за работа во земјоделските гранки што доведе до пораст на вработеноста и доход во селата. Мултинационалните компании станаа двигател на иновациите и економскиот развој. Светот стана толку економски и финансиски поврзан што веќе е невозможно да се сопре овој процес на глобализација. Капиталот и желбата за профит ги пробија сите граници.

Голем број на земји ја искористија глобализацијата за висок, а сепак одржлив развој на економијата на среден рок без позначајни амплитуди и падови. Раст поголем од 5% годишно се одржуваше дури и повеќе од една декада во некои земји. Во 1975 година просечната плата во Ј.Кореа беше само 5% од онаа во САД, додека денес е близу 65% што претставува драстичен напредок.

Се разбира дека овој процес има и низа на негативности. Класните разлики се издиференцираа повеќе од кога било, а разликата помеѓу најбогатите и најсиромашните континуирано расте.

Денес живееме во свет во кој приватната сопственост и слободата на пазарот се основни фундаменти на општеството, а непријатните појави во пазарната економија како што се нееднаквост, невработеност и борба за егзистенција се сметаат како нормален факт во животот. Капитализмот не е совршен, но во овој момент нема соодветна алтернатива. Ова не значи дека ваква ситуација ќе остане засекогаш, односно човечкиот развој ќе донесе и нови идеи за општествено уредување.

2.2. ЛИБЕРАЛНАТА ЕКОНОМИЈА И СКРИЕНИТЕ ОПАСНОСТИ

Финансиската криза по многу параметри има сличности со Втората светска војна освен во еден. Таа нема да биде запаметена по губење на животи туку по губење на нашиот начин на живот⁴. Колапсот на глобалниот финансиски пазар и губењето на милиони работни места и домови имаше силно влијани на многу индивидуални судбини и семејства.

Секогаш кога ќе се појават настани со вакви глобални импакти, потрагата по аргументите и причините секогаш е интензивна и контроверзна. Утврдувањето на причините е основата за утврдување на делувањето во иднина и избегнување на вакви драматични неуспеси на пазарот.

Дел од јавноста главната вина ја насочува кон алчните банкири, брокери и дилери кои се платени на начин кој мотивира агресивно во многу случаи неморално однесување со преземање на големи ризици. Некои ја пронаоѓаат вината во рејтинг-агенциите со конфликтни интереси кои ги рангираат со категорија AAA високо ризичните инструменти. Силните поддржувачи на пазарната економија причините ги лоцираат во агресивната владина политика за овозможување на купување на кука на секој граѓанин без разлика на неговата платежна способност додека поддржувачите на државната интервенција вината ја лоцираат во неуспехот на регулативата и соодветна контрола. Приврзаниците на голема транспарентност прстот го

⁴ Barbara Goldsmith, "Handbook for Surviving the Global Financial Crisis", 2009 година, страна 1

вперуваат кон информативната асиметрија на примарните даватели на кредити и инвеститорите кои немаа никакви контакти и информации за корисниците на кредити, а со тоа и не можеа прецизно да го утврдат ризикот на своите инвестиции. Ниските каматни стапки кои ги држеше ФЕД особено во периодот од 2002 до 2005 година секогаш се во фокусот како причинител на големата катастрофа на финансискиот пазар.

Во секое истражување кое е направено до сега, како и секое истражување кое ќе се спроведе во годините што претстојат секогаш ќе има комбинација на овие фактори надополнети со нови.

Причините за почеток треба да ги побараме во историските настани кои претходеа и создале услови кои во себе кријат потенцијална криза. Несомнено е дека акумулирањето на долг е основен мотор за економскиот напредок на развиените земји. **Левериџот** се појавува како основен елемент на принципите на либералната демократија и пазарната економија. Овие принципи како своја основа го признаваа левериџот како морално легитимно средство за економски живот⁵. Во оваа смисла либералната демократија не се третира од аспект на принципот дека крајниот авторитет за јавните одлуки лежи кај мнозинството на граѓани во дадено општество, туку од аспект на гледиштето дека улогата на државата се ограничува на овозможувањето на поединците да трагаат по својот напредок и благосостојба со мерки за кои тие сметаат дека се погодни во окружување на слобода на избор и еднаквост под претпоставка дека не се наштетува на останатите во овој процес. Вака поставениот систем секогаш ги мотивира граѓаните да го бараат својот успех во зголемување на материјално богатство и секое ограничување на тој пат го третираат како нарушување на пазарното општество.

Клучен елемент во една пазарна економија е позајмувањето на средства по пат на кредити без кои поединците и компаниите не би можеле да ги задоволат своите потреби за раст и напредок. Приходите и расходите

⁵ George Bragues, "Leverage and Liberal Democracy", The Robert W. Kolb Series of Finance, John Wiley & Sons, New Jersey, 2010 година, страна 4

не можат да бидат во рамнотежа во секој даден момент-проблем кој може да се реши преку позајмување. Се разбира дека само мал дел од имателите на средства би ги позајмиле истите без да добијат соодветен надомест за тоа во вид на камата.

Во долг период од историјата наплаќањето на камата представувало неморална активност со низа на негативни импликации. Аристотел уште во 4-ти век пред новата ера тврдел дека парите се наменети исклучиво за купување на добра. Заработување на камата од кредити е против природните текови затоа што вклучува продукција на пари од пари⁶. Поентата е јасна, парите се потрошувачко средство без можност самите да се репродуцираат.

Со тек на развој на општествата оваа теорија се напушта делумно поради филозофски причини, но главно поради потребата за креирање на нова вредност. John Locke уште во 1691 година ја дава тезата дека парите се средство за размена со кое се генерираат дополнителни приходи, односно имаат продуктивна функција и од овде каматата претставува надомест за оваа бенефиција што парите ја нудат. Развојот на либералната економија сосема ја зацврсти улогата на каматата во деловните трансакции како резултат на слободата на поединците да одлучуваат во согласност со нивните потреби за тоа колку, кога и по која цена ќе позајмуваат или нудат средства. *Позајмувањето му овозможи на општеството да го подигне нивото на инвестиции над нивото на тоа што општеството го заштедило преку откажување од дел од потрошувачката.* Овој процес стана основна алка во производството, дистрибуцијата, финалната потрошувачка и воопшто сите сегменти на економскиот живот. Всушност на овој начин се креираше голем ланец на обврски кои генерираа поголема вредност.

Секако, останува проблемот со правилна алокација на паричните средства односно зголемување на бенифитот од нив на прифатливо ниво на кредитен ризик. Банките мора да бидат внимателни во кредитирањето

⁶ Aristotle, "The Politics", Penguin, New York, 1981 година, превод

бидејќи доколку само мал дел од портфолиото биде загрозено веднаш се генерира недоверба кај штедачите. Токму овој проблем на лоши пласмани и нарушена доверба на пазарот лежат во основата на финансиската криза. Факт е дека без каматата кој е иницијална основа за кредитирањето, светот би се нашол на многу пониско ниво на развој од она што е во моментот. Задача на секоја монетарна власт е да го контролира нивото на пари во оптек со цел да ја задржи нивната вредност и одржи стабилноста на пазарот. Една од клучните алатки во овој процес е утврдувањето на коефициентот на кредити во однос на капитал или депозити на самите банки, а со цел контрола на левериџот. Најпроблематичните финансиски институции во САД воопшто и не беа депозитарни институции, додека коефициентот на пласмани во однос на нивниот капитал беше далеку над потребниот.

Не можеме да кажеме дека либералната демократија е пропаднат концепт, напротив од сите досега познати алтернативи на државни уредување овој концепт има најмалку слабости.

2.3. ДОЛГОТ КАКО НАЧИН НА ЖИВОТ

Во капиталистичко општество коешто е класно нееднакво, дистрибуцијата на доходот помеѓу класите претставува детерминирачки фактор за потрошувачка и инвестиции. Колку од доходот е искористен на потрошувачка главно зависи од доходот на работничката класа. Претставниците на оваа класа го трошат целиот или скоро целиот доход на потрошувачка. За разлика од нив, претставниците на повисоките класи со поголеми примања помал дел од својот доход (процентуално) го трошат на потрошувачка, а поголем на инвестиции. Сепак овие две класи се цврсто поврзани и меѓусебно зависни. Иако развојот на општеството и квалитетот на живот зависи од процесот на акумулација (штедење-инвестирање), сепак за секоја инвестиција мора да постои потрошувачки сегмент кој ќе ги конзумира новите производи.

Од ова би можеле да заклучиме дека со пад на доходот на ниската и средната класа би се намалила и потрошувачката, а со тоа би се загрозил економскиот раст. Но, историјата не ја потврдува оваа теза. Иако во години во кои имало стагнација или пад на реалниот доход, потрошувачката продолжувала да расте како процес кој речиси е несопирлив. Како е ова возможно, односно од каде доаѓа оваа потрошувачка?

Очигледниот одговор или одговор кој што е близу до вистината е дека во услови на стагнирачки доход луѓето живеат над своите можности преку задолжување. Во голем дел, растот на економијата во САД се должи на потрошувачки долг. Коефициентот на потрошувачки долг во однос на расположлив доход е во постојан пораст. Една од причините за ова е константното држење на ниски каматни стапки што го прави позајмувањето добра алтернативна опција за потрошувачите.

Табела 1: Вкупен потрошувачки долг како процент од расположлив доход во билиони УСД

Година	Потрошувачки долг	Расположлив доход	% долг/доход
1975	736,3	1.187,4	62,0
1980	1.397,1	2.009,0	69,5
1985	2.272,5	3.109,3	73,0
1990	3.592,9	4.285,8	83,8
1995	4.858,1	5.408,2	89,8
2000	6.960,6	7.194,0	96,8
2005	11.496,6	9.039,5	127,2

*Расположлив доход после даноци

Извор: Борд на Гувернери на ФЕД, "Flows of Funds Accounts of the United States, Historical Series and Annual Flows and Outstanding", 2006 година

Во 1975 година долгот претставувал 62% од расположливиот доход и за само три декаде пораснал на 127% од расположливиот доход. Ова е сосема јасен сигнал дека растот на задолженоста на граѓаните не може да оди до бесконечност без сериозно да се загрози редовноста во сервисирањето на обврските на должниците. Факт е дека долго време

граѓаните во САД (со видливи варијации ова е случај и со сите развиени земји) живеат над своите реални можности. Најлош сооднос на долг во однос на доход имаат граѓаните со најмали приходи што дополнително го проблематизира задолжувањето и ризиците кои произлегуваат од него.

Во последните неколку декади евидентна е тенденцијата на непропорционален раст на доходот, односно, стагнирање или мал раст на примањата на ниската и средната класа за сметка на големиот раст на доходот на високата класа. Во некои земји (пред се Европа) овој дисбаланс се менаџира со поголемо учество на социјалните трансфери во буџетот, мерка што покрај неколку позитивни елементи носи еден сериозен недостаток односно поголем буџетски дефицит. Проблемот со стагнацијата на куповната моќ на ниската и средната класа само привидно се решава со поголема достапност на кредити за овие категории на лица, затоа што тоа претставува вештачко зголемување на потрошувачката од една страна и креира идни обврски кај кредитокорисниците кои се над нивните можности.

Освен на микро ниво долгот бележи драстичен пораст и на макро ниво. Владите многу често прибегнуваат кон користење на фискалната политика како стимулирачки инструмент во економијата. Со експанзивна фискална политика во услови на економска стагнација или рецесија можат да се постигнат определени краткорочни ефекти. Но овие мерки имаат и низа долгорочни негативности преку континуиран дефицит и растечки долг со кој би се покрил тој дефицит. Голем дел од развиените земји веќе ја надминаа границата од 1:1 во односот долг-брuto домашен производ. Овој долг ќе биде долгорочна кочница за понатамошниот развој на овие земји. Идните генерации ќе го почувствуваат овој товар врз нив. Овој проблем во моментот на пишување на овој труд е силно надвиснат над неколку европски земји пред се: Грција, Ирска и Португалија, а со голем страв од развојот на настаните во Шпанија. Овие земји се соочуваат со последиците од големиот долг проследени со големи социјални немири како резултат на наметнатите мерки на штедење.

2.4. НИСКИ КАМАТНИ СТАПКИ И ЕВТИНИ ПАРИ

Суштината на централното банкарство е да се обезбедат средства на неликвидни, но солвентни банки за надминување на краткочна неусогласеност на приливи и одливи. Централните банки не можат да ги решаваат структурните проблеми на определени финансиски институции. Позајмувањето од монетарните власти не е наменето за докапитализација или пак покривање на евентуални загуби, коишто треба да се на товар на самите акционери.

Голем дел од научната јавност главниот проблем во финансиската криза го гледа во константно ниските каматни стапки на централните банки особено тие на Јапонија и САД. Нивното верување е дека со држење на основните каматни стапки близу до 0% ќе го стимулираат општиот економски развој и во услови на криза. Во 1994 година централната банка на Јапонија (BOJ) ја намали основната каматна стапка под 2%. Во септември 2001 година достигна историско најниско ниво од 0,1% и сè до денес оваа каматна стапка не ја надмина границата од 1%. Централната банка на САД (FED) ја следеше истата политика со тоа што подрастично намалување започна од 2002 година кога федералната каматна стапка падна на 0,75%.

Нормално е да се постави прашањето на тоа која е целта на позајмување на средства со толку ниска каматна стапка? Дали краткорочното стимулирање на економијата има соодветен бенифит на среден и долг рок?

Gunnar Heinsohn и Frank Decker (2010) тврдат дека принципите на работење на централните банки не треба да се разликуваат многу од оние на комерцијалните банки и тие треба да го содржат следните елементи:

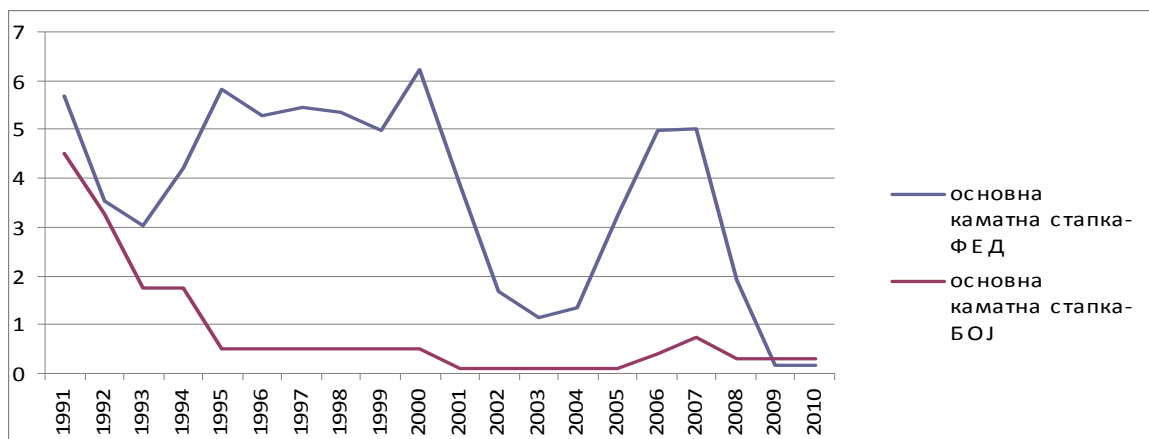
- Централните банки креираат пари преку операции на отворен пазар и кредити кон комерцијалните банки за кои бараат прифатлив колатерал. Исто како и комерцијалните банки и тие

имаат биланси кои се состојат од средства, обврски и капитал кој што треба да служи за покривање на евентуални загуби;

- Комерцијалните банки одобруваат кредити на економски субјекти и мора да имаат соодветен капитал за да се заштити нивната солвентност;
- Економските субјекти обврските по земени кредити ги покриваат со колатерал кон комерцијалните банки што вообичаено доаѓа од нивниот капитал.

Централната банка исто како и комерцијалните банки треба да пресметува камата која е соодветна на ангражираниот капитал и ризикот кој произлегува од секој пласман. Ова би требало да важи и во услови на криза, односно да се пласираат средства кај финансиски институции кој се соочуваат со проблеми на краткорочна неликвидност, а не кај оние со структурни проблеми. ФЕД ги зголеми своите средства во билансот за време на кризата од 906 билиони до 2 250 билиони долари во ноември 2008 година. Галопирачкото растење на билансот на ФЕД доведе до намалување на капиталот во однос на вкупните средства од 3,8% на 1,9%. Само како споредба согласно со Базелските стандарди овој процент на капитал во однос на средства треба да е минимум 8%.

Графикон 1: Движење на основните каматни стапки на ФЕД и БОЈ.



Извор: www.federalreserve.gov; www.boj.or.jp

Не само во квантитетот, туку проблем може да претставува и квалитетот на средствата во билансот на централната банка. Во определен временски период ликвидноста ќе мора да се намали со продавање на средствата на отворен пазар. Многу е дискутабилно прашањето дали ќе има доволен број на купувачи за понудениот квалитет.

Се разбира дека централните банки имаат и други функции определени со националните законодавства кои им овозможуваат да преземаат активности кои немаат логика со пазарното работење на комерцијалните банки, вклучувајќи ја и можноста да ја намалат каматната стапка далеку под пазарната. До која мера централните банки ќе преземаат неконвенционални мерки ќе зависи во најголем дел од поставеноста на монетарната политика и нејзината поврзаност со фискалната политика и политичките структури.

Бидејќи со бесконечно намалување на каматните стапки не може да се креираат бесконечно многу реални инвестиции, банките бараат алтернативни начини за пласман на евтино добиени пари. Ова подразбира и олабавување на дел од банкарските критериуми за ризичност на пласманите и достапност до кредити за помалку кредитно-способни клиенти.

Искуството од финансиската криза во Јапонија и САД со голема доза на сигурност ни потврдува дека големо зголемување на понудата на пари не секогаш стигнува до компаниите и граѓаните кои имаат потреба од кредити. Во услови на криза комерцијалните банки го редуцираат класичното кредитирање за сметка на нискоризичните пласмани во хартии од вредност гарантирани од државата. Ова беше пример и во Р.Македонија во периодот од 2009 до 2010 година каде што и покрај ниската каматна стапка (4-5%) банките драстично ги зголемија своите пласмани во благајнички и трезорски записи. Ова е и една од основните причини зошто зголемената понуда на пари не предизвика посериозен инфлаторен притисок, како што всушност се учи во сите учебници за економија.

2.4.1. Taylor vs Greenspan

Кога станува збор за улогата на монетарната политика, главно преку нивото на каматните стапки и можноста истата да предизвика (или спречи) финансиска криза интересна е дискусијата и размислувањата на John Taylor и Alan Greenspan⁷. Во 2007 година во својот труд "*Housing and Monetary Policy*", Taylor тврди дека во периодот на кредитен бум монетарната политика била неадекватна, односно ниската стапка на федералната каматна стапка не соодветствува со макроекономските движења и нивото на инфлација, што е една од основните причини за финансиската криза. Авторот тврди дека намалувањето на нивото на ценовни девијации на недвижностите по 1980 година е резултат на поконзистентна монетарна политика и нејзиниот процикличен карактер (во услови на рецесија се олабавува, во услови на експанзија контрахира). Исто така истата е многу попредвидлива и систематична во своите акции. Во периодот по 2001 година, па сè до почетокот на кризата, ФЕД ја држи основната каматна стапка на многу пониско ниво од тоа што налагаат економските индикатори со употреба на Тејлоровото правило (Taylor rule).

Интерсна е и анализата на Taylor за движењето на цените на недвижностите и процентот на нефункционални кредити. Имено, во услови на инфлација на цените на домовите, процентот на неплаќање на кредитите се намалува, додека во моментот кога ќе се појават првите сигнали на пад на цените веднаш се рефлектира на зголемување на деликвенцијата. Но, овие кредити веќе се спакувани во хартии од вредност и рангирани според статистички податок за многу ниско ниво на деликвенција, што не ја одразува нивната моментална ризичност⁸.

Заклучокот на Taylor е дека при определувањето на референтната каматна стапка, монетарната политика треба да се базира само на макроекономските движења на инфлацијата и реалниот БДП. Ова ќе биде

⁷ John Taylor, професор на Stanford University, креатор на познатото Тејлорово правило и еден од најугледните економски теоретичари. Allan Greenspan, поранешен претседател на ФЕД

⁸ John Taylor, "*Housing and Monetary Policy*", 2007 година, страна 7

сосема доволен сигнал за предвидливоста на монетарната политика и антиципирање на чекорите од страна на пазарните учесници.

Greenspan (2009) тврди дека побарувачката за недвижности расте како резултат на долгорочните каматни стапки кои секогаш не се во пропорционална релација со краткорочната основна каматна стапка. Како пример Greenspan го посочува намалувањето на 30-годишните фиксни каматни стапки во 2000 година, пред ФЕД воопшто да ја намали федералната каматна стапка. Односно, ниското ниво на долгорочните каматни стапки е пред сè резултат на глобалниот пораст на штедењето и понудата на пари пред сè во земјите во развој⁹. *Колку што ми е мене познато цената на долгорочните средства за живеење секогаш се утврдува со дисконтирање на идните приливи со каматна стапка со ист или сличен рок на достасување. Никој не употребува каматна стапка преку ноќ за да утврди стапка на капитализација на недвижен имот*¹⁰.

Сепак доколку се земе предвид дека долгорочните каматни стапки зависат од очекувањата за идните краткорочни каматни стапки не може да се тврди дека движењето на основната каматна стапка нема директен импакт на долгорочните каматни стапки.

Greenspan тврди дека Taylor несоодветно поаѓа од страната на понудата, а не од страна на побарувачката, односно дека кај купувачите преовладува одлуката за купување на куќа пред одлуката како истата ќе се финансира. Дека отстапувањето од Тејлоровото правило не е во корелација со цените на домовите, Greenspan го потврдува и со истражувањето во другите земји каде што има такво отстапување.

Оправдувањето на ФЕД за исклучителното ниско ниво на федералната каматна стапка во периодот по 2001 година е опасноста од многу ниско ниво на инфлација или дефлација која би имала слични карактеристики на онаа во Јапонија во 90-тите.

⁹ Според ММФ овој податок е валиден само за определни земји додека општото ниво на штедење во 2005 година е 21% за разлика од 25% во 1970 (Global Financial Stability Report, 2009 година).

¹⁰ Allan Greenspan, "The Crisis", 2009 година, страна 38

2.5. ГЛОБАЛНА ФИНАНСИСКА ИНТЕГРАЦИЈА

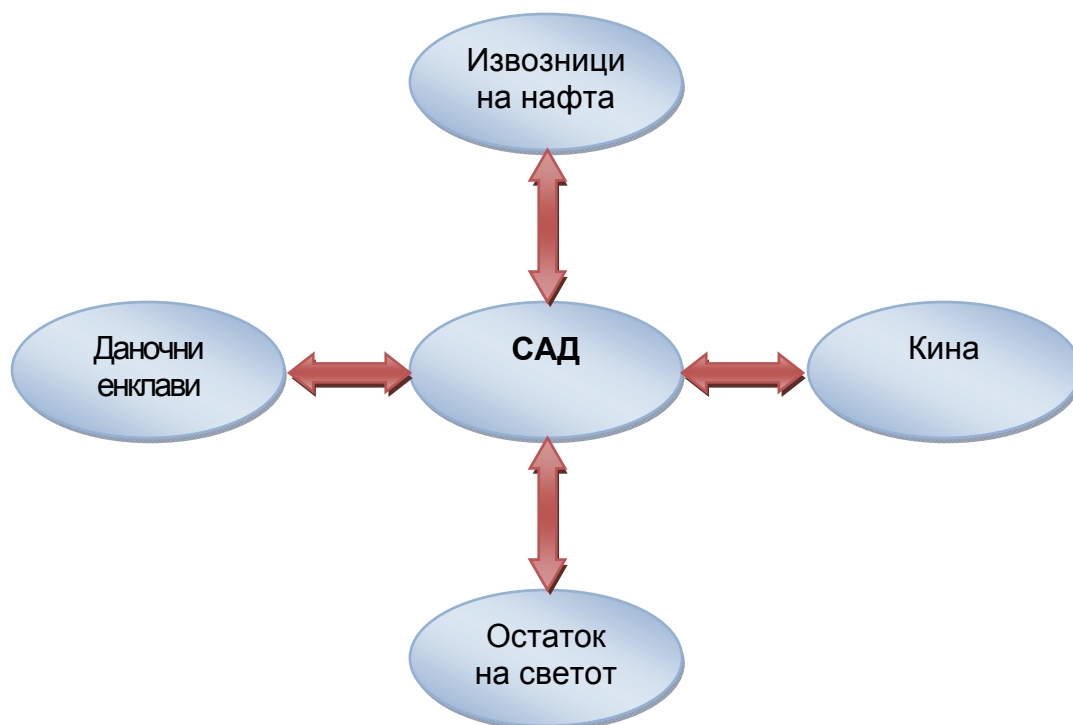
Во последните неколку декади евидентен е процес на сè поголемото учество на финансиските средства во секоја национална економија во однос на бруто-домашниот производ. Исто така овој тренд е следен со поголемо движење на капиталот помеѓу различни земји и региони. Слободното движење на финансиски средства ја надминува секоја фаза на интеграција во даден момент дури и помеѓу земји кои немаат речиси никаква политичка соработка. Во последна декада САД се соочи со растечко ниво на трговски дефицит особено во однос на Јапонија, Кина и земјите извознички на нафта. Оваа финансиска поврзаност несомнено имаше бенифит за сите страни имајќи ја предвид зголемената благосостојба во неразвиените земји и новите пазари за развиените земји.

Земјите во развој се соочуваат со голем суфицит на заштеди, којшто преку различни канали на движење доаѓа во развиениот свет, пред сè САД, каде што од друга страна има суфицит на слободни финансиски инструменти во кои би се инвестирале вишокот на ликвидни средства. Оваа зголемена понуда на пари води до голема ликвидност и ниски каматни стапки. Овој феномен на глобален имбаланс е резултат на недостатокот на должнички инструменти во земјите во развој. Опкружување во кое има голема количина на „евтини пари“ неминовно доведува до потрага на инвестиции со повисока стапка на поврат, а со тоа носи поголеми ризици.

Навидум целиот процес всушност ги претставува фундаменталните цели на финансиите: трансфер на заштедите во инвестиции, диверзификација на ризикот и ефикасна алокација на ресурсите. Меѓутоа комплексноста на новите финансиски инструменти и глобалната поврзаност на финансискиот пазар ја вади на површина опасноста која никој (или ретки исклучоци) не ја имал предвид, а тоа е системскиот ризик од овие операции за глобалниот финансиски пазар. Финансикиот сектор долги години е движечкиот мотор на економијата, но од друга страна претставува и негова „Ахилова пета“.

Целата филозофија на развиените земји се базира на концентрација кон услужни дејности и дел од производните дејности со висока стапка на повраток од една страна и солидни примања за вработените во тие индустрии од друга страна. Ова имплицира трансфер на работните задачи кои бараат голема екстензивност, а мала продуктивност кон земјите во развој кои би требало да произведат евтини производи за потрошувачите на Запад. Овој процес доведува до голем напредок на земјите во развој (имајќи ја предвид нивната ниска стартна позиција) и појава на пари во тие земји кои реално немаше каде да се инвестираат. Овие ликвидни средства се враќаат во развиените земји преку различни канали на големи банки, фондови, државни резерви на тие земји и слично. Долги години како најчесто одбирана дестинација за овие пари беа трезорските записи на САД кои ги имаше во изобилие, но со тенденција на намалување на каматната стапка.

Слика 1: Финансиска поврзаност на САД со остатокот на светот



На пазарот се појавија нови инструменти кои имаа речиси ист квалитет (според рејтинг-агенциите) како трезорските записи, а носеа повисоки приноси. Токму овие нови инструменти беа метата на слободните средства на глобалниот пазар.

Голем извор на средства беа и земјите извознички на нафта и останати природни ресурси. Особено одредени земји од Арапскиот свет имаа огромен раст во последните декади исклучиво како резултат на големите ресурси на нафта и побарувачката за овој производ во развиените земји (Дубаи, Катар, Саудиска Арабија, Кувајт и сл.). Голем дел од финансиските средства во различни хеџ и парични фондови, всушност доаѓаа од различни „даночни слободни региони“ каде што имаше голема количина на ликвидни средства, а малку можности за инвестиции.

Интеракцијата на САД преку сите овие финансиски канали беше интензивна и во двата правци. Од една страна се одливаа долари за увоз на нафта, а од друга страна тие исти долари се враќаа назад во потрага по сигурна инвестиција.

Едноставно глобалниот дебаланс во ликвидни средства и можност за нивно пласирање се „пеглаше“ во софистицираниот финансиски систем на САД. Балонот во финансискиот сектор беше следен со балон во глобализацијата¹¹.

2.6. ДЕРЕГУЛАЦИЈА НА ФИНАНСИСКИОТ ПАЗАР

Направив грешка во претпоставките дека самиот интерес на компаниите, особено на банките е таков што тие се најспособни да ги заштитат своите акционери и капитал.....

Alan Greenspan, 2008 година

¹¹ Ashok Bardhan, "Of Subprimes and Sundry Symptoms: The Political Economy of the Financial Crisis", working paper, 2010 година

Филозофијата за дерегулација на финансискиот пазар и поттикот за развој на нови финансиски производи скоро и да немаше посериозни опоненти во поновата историја. Процесот на дерегулација се одвиваше континуирано воедно следен со силен економски раст кој ја замаглуваше реалната опасност од овој процес. Низа на закони во САД се донесоа со кои се олесни достапноста на кредитите до секој граѓанин и се овозможи формирање на големи, комплексни финансиски институции.

Регулативата којашто постоеше пред почетокот на кризата немаше суштински механизми истата да ја спречи. Најмалку три фактори одиграа улога во падот на постојниот систем:¹²

1. Економската теорија која се базираше на пазарни законитости коишто требаше да доведат до саморегулација резултираше со дегерулација;
2. Регулаторниот механизам беше „фатен“ од тие коишто требаше да ги регулира особено во интернационален контекст;
3. Недостаток на јасна слика за финансиите и сметководството доведе до регулатива која е цел на арбитрарни толкувања и манипулации.

Во 1994 година т.н. *Riegle-Neal Interstate Banking Act* дозволи банкарските холдинг- компании да поседуваат или да се фузираат со банки од други држави. Во 1999 година се донесе т.н. *Gramm-Leach-Bliley Act* кој што ефективно значеше замена на *Glass-Steagall Act* од 1935 година којшто ја претставуваше основата на финансиската регулација. Со новиот акт се дозволи соединување на комерцијалното со инвестициското банкарство и банкарските холдинг- компании добија дозволи за делување во областа на осигурувањето. На овој начин се избриша границата помеѓу класичното конзервативно комерцијално банкарство со многу поризичното инвестициско банкарство. Во исто време Комисијата за хартии од вредност

¹² J.E.Stiglitz, "The Financial Crisis of 2007-2008 year and its Macroeconomic Consequences" working paper, 2008 година, страна 25

на САД дозволи намалување на капиталните резерви на 5-те најголеми инвестициски банки во САД, што остави простор за понатамошно зголемување на активата на овие банки преку зголемување на левериџот. Најголемиот фокус во самата криза беше токму на овие пет инвестициски банки од кои како самостојни ентитети „преживеаа“ само две (Goldman и Morgan). Во вакви услови долгот во однос на капиталот на пример на Bear Stearns изнесуваше 33:1 што е исклучително силен показател за ризичност.

Исто така неколку промени претрпеа сметководствените стандарди во финансиската индустрија во насока на вреднување на средствата во активата по нивната моментална пазарна вредност (*mark to market accounting*). Согласно со ова правило голем дел од вредноста на средствата на финансиските компании драстично растеше во време на голем пораст на пазарната вредност во последните 7-8 години пред почетокот на кризата. Овој зголемен капитал можеше да се користи за ново кредитирање, да се продаде или да послужи како колатерал. Меѓутоа во услови на криза овој стандард значи драматично паѓање на средствата, а со тоа и намалување на капиталот во однос на пласманите.

Исклучително проблематична е позицијата на двете најголеми компании на хипотекарниот пазар и дериватите кои произлегуваат од него- **Freddie Mac** и **Fannie Mae**. Иако имаат статус на **државно спонзорирани компании** (GSE) сепак веќе подолго од 30 години тие се целосно приватни компании, но со посебни права на пазарот. Тоа што овие две компании имаа лесен пристап до федералните фондови по ниска цена како и поттикот на државата за овозможување на дом за секое семејство доведе до голема понуда на ликвидни средства на пазарот. Голем дел од пазарните учесници, хартиите од вредност издадени од овие две институции ги третираа како гарантирани од страна на државата, што е сосема неточна перцепција. За комплетната улога на овие две компании во финансиската криза ќе дадам посебен осврт подолу во трудот.

Сепак не е целиот проблем во намалената регулатива. Голем дел од проблемот лежи и во несоодветното спроведување на постојната

регулатива од страна на надлежните органи. Комплексноста на новите финансиски инструменти доведе до проблем во следењето на ризикот на овие операции и реална проценка на вредноста на средствата. Неспорен е и фактот што најголемите финансиски институции трошеа многу пари за лобирање во Вашингтон и донирање во изборните кампањи на двата табора.

Беше очигледно дека пазарот на хипотекарни кредити одеше во нагорна линија без никаква контрола. Стандардите за одобрување на кредити беа под секој минимум, дури и во голем број на случаи не се оценуваше кредитната способност на клиентите. Во овој период се појави т.н *NINJA* кредит што значи кредит на лица со „*no income, no job or assets*“. За целиот овој период ФЕД ја држеше каматната стапка на ниско ниво што овозможување голема ликвидност на пазарот. Alan Greenspan кој беше претседател на Бордот на гувернери на ФЕД во мандатот на четири претседатели беше главниот идеолог на слободата на пазарот и непотребата од посилна регулација.

Еден од најчесто споменуваните финансиски деривати во кризата е **Credit Default Swaps** (CDS). Овој инструмент вообичаено се користи за осигурување на ризикот од определно финансиско побарување (пр. осигурување на банката во случај на невраќање на кредитот од страна на клиентот). Меѓутоа неговата примена се ширеше во неколку насоки без да биде следен со соодветна регулатива. CDS се користеше во најголем дел за шпекулативно цели. Со примена на овој инструмент можеше да се осигура ризик за определно финансиско средство коишто не го поседува тој што купува осигурување. Тоа е исто како да ја осигурате куќата од пожар којашто не е ваша. Дури ни денес не може со целосна сигурност да се утврди вредноста на сите CDS во американската економија. Уште еден проблем во овој процес е што продавачот на CDS не мора да држи определена резерва за потенцијални загуби и наплата на осигурувањето. Ова ги прави продавачите на овој инструмент исклучително ранливи и при мали флуктуации со негативен тренд.

Голем број на земји ја користеа дерегулацијата како инструмент во привлекување на капитал и истакнување на конкурентски предности што доведе до неконтролирани движења на огромни суми на капитал.

2.7. ФИНАНСИСКИ ИНОВАЦИИ

Она што ја разликува оваа финансиска криза од претходните е фактот што истата се базира повеќе на микроекономски погрешни одлуки од страна на пазарните учесници. Имајќи ја предвид големата понуда на ликвидни средства, финансиските институции употребија високо ниво на креативност со цел за пласман на што поголем обем на пари. Голем дел од новите инструменти се развиваа и надоградуваа без посериозен увид од страна на регулаторите. Целата суштина на финансиските деривати е во трансферот на ризикот од издавачите на финансиски инструменти кон потенцијални инвеститори.

Важноста на финансиските иновации е широко прифатен факт. Финансиските иновации ја претставуваат основата за кредитната експанзија во последните 15 години. Тие нудат нови и алтернативни канали за дистрибуција на доходот од штедачите кон профитабилните инвестиции. Финансиските иновации можат да бидат во вид на нови производи, иновација на самите процеси или организациона иновација.

Два аспекта се важни кога ја разгледуваме оваа проблематика. Прво, сите елементи на финансиската иновација не можат да се третираат како „економски посакувани“. Mason (2008) разликува „реални“ од „номинални“ финансиски иновации. Финансиска иновација којашто генерира економски мерливи бенефити претставува реална иновација. Номинална финансиска иновација претставуваат инструменти коишто ја зголемуваат компензацијата за пазарните субјекти, но не продуцираат оддржливи економски бенефити. Истиот автор ја дава дефиницијата и на т.н. *токсични* иновации кои всушност претставуваат поединечна или група на номинални иновации кои по својата природа поттикнуваат кризи. Емпириските

истражувања покажуваат дека финансиските иновации речиси секогаш во себе содржат информативна асиметрија којашто води до банкарски кризи и паники.

Постојат најмалку четири поттикнувачки извори на финансиски иновации.¹³

- Прво, желбата за повисоки приходи и намалување на трошоците овозможува трагање на финансиските компании по нови производи кои носат повисоки приноси;
- Второ, финансиските иновации имаат силен јавен поттик како од страна на државата така и од пошироката јавност. Како пример е САД и улогата на владата во стимулирањето на т.н GSE (Fannie Mae и Freddie Mac) во нивната улога на секундарниот пазар на хипотекарни хартии од вредност преку развивање на нови производи и деривати;
- Трето, развојот на информатичката технологија овозможи нови модели на вреднување на определни инструменти на пазарот и пронаоѓање на нови пазари;
- Конечно, несомнено е влијанието на промените во регулативата и даночната проблематика врз развојот на финансиските иновации. Банките и останатите финансиски институции имаат природна тенденција за воведување на производи кои не се доволно регулирани.

Финансиските иновации секогаш се обратно-пропорционални од развојот на регулативата. Во многу случаи владата индиректно го стимулира финансискиот инженеринг без притоа да е свесна за својата улога. Во секое време финансиските инженери наоѓаа начин да ја заобиколат регулативата и да бидат еден чекор понапред од регулаторите.

¹³ J.Jay Choi, Michael G.Papaioannou, "Credit, Currency or Derivates: Instruments of Global Financial Stability or Crisis" Emerald Books, 2009 година, страна 114

Всушност, регулаторите секогаш заостануваат затоа што тие стануваат свесни за елементите на нов финансиски производ од кога истиот ќе се појави на пазарот. Warren Buffett (2009) ги нарекува финансиските деривати „оружје за масовно уништување“ кое носи опасност која може да биде фатална.

Самата комплексност на новите финансиски производи ги прави тешко разбирливи за пошироката јавност, а полесни за манипулација од финансиските професионалци. Тие спојуваат голем спектар на поединци и институции и се дизајнирани на начин кој не дава сосема јасна слика за тоа кој го носи финалниот ризик. По 2007 година кога започна кризата во низа на сослушувања кои ги оддржа Конгресот на САД се доби впечаток дека и главните извршни директори на најголемите финансиски институции немаат сосема јасна слика за производите кои ги нудела компанијата коишто тие директно ја водат.

Нормално секоја компанија си го поставува прашањето зошто регулаторите би требало да се грижат за загубите на некоја институција доколку тие загуби ги сносат самите акционери. Тоа би било како во реалниот сектор секојдневно да се контролира што произведуваат фабриките. И оваа теза би била точна се додека евентуалните загуби се во рамките на самата компанија, односно додека потресите внатре не предизвикаат експлозија надвор со значајни колатерални штети. За финансискиот систем како целина, финансиските иновации креираат производи кои во себе содржат системски ризик кој е видлив дури од кога ќе настанат сериозните проблеми коишто обично предизвикуваат застрашувачки последици за целата национална економија и пошироко.

Секјуритизацијата е најчесто споменуваната финансиска иновација во време на настанување на кризата. Проблемот во овој процес е што примарните кредитори единствено се ангажираат во што поголем обем на пласмани, а не и на квалитетот на истите, бидејќи преку процесот на секјуритизација ризикот едноставно се трансферира на инвеститори од целиот свет.

Неспорен е фактот дека новите финансиски производи овозможуваат развој на пазарот, а со тоа подобра економска благосостојба, но нивниот развој се одвиваше побргу отколку што самиот систем тоа можеше да го абсорбира. Ова не значи дека развојот на финансискиот пазар и финансиските иновации треба да се ограничат или спречат, напротив истите треба да се охрабрат, но во исто време треба да се канализираат преку соодветна регулатива и правила на игра.

3. ОСНОВНИ ПРИЧИНИ И ПОСЛЕДИЦИ ОД КРИЗАТА

3.1. ПРЕДУПРЕДУВАЧКИТЕ СИГНАЛИ НЕ БЕА ПРАВИЛНО ПРОЧИТАНИ

По настанувањето на криза од вакви размери долго време ќе се поставува прашањето: Дали ова можеше да се предвиди? Иако мислењата се дивергентни и спротивставени, сепак постоеја доволен број на предупредувачки сигнали кои требаше да го подигнат нивото на претпазливост на регулаторите. Конгресот на САД формираше Комисија за испитување на финансиската криза која имаше за цел да ги истражи причините за финансиската и економската криза во САД (*The Financial Crisis Inquiry Commission*). Комисијата прегледа илјадници документи и интервјуираше голем број на директни учесници врз чија основа требаше да се донесат официјални заклучоци.

Во последните неколку декади глобалниот финансиски систем помина низ револуционерни промени. Поединците можеа да позајмат големи суми на средства по евтини камати и истите да се инвестираат во различни инструменти со дисперзиран ризик кој се дели помеѓу инвеститори од целиот свет, кои меѓусебно не се ни познаваа. Дали сите овие придобивки можат да дојдат без никаков трошок? Ben Bernanke (2009) кризата ја претставува како *перфектна бура*, којашто регулаторите не можеа да ја антиципираат, но кога доби прашање од Комисијата дали ФЕД имаше недостаток на агресивност во регулирањето на хипотекарниот пазар за време на огромниот раст на цените на станбените објекти, неговиот одговор беше краток и едноставен: *Да, навистина*.

Всушност имаше низа на предупредувачки сигнали. Во годините пред колапсот имаше многу знаци дека цените на недвижностите континуирано се „дуваат“, а кредитните критериуми на банките девалвираат. Преголем број на семејства купија дом којшто не можеа да си го дозволат, а ризикот врз целиот финансиски систем еруптираше. Можеби најдиректно ова го отслика Richard Breeden (2011), поранешниот претседател на SEC

(*Securities and Exchange Commission*), кој тврди дека: *секој во целиот свет знаеше дека балонот на недвижности беше тука. Беше скриен...Но не беше од Марс или Плутон, беше токму овде....*¹⁴.

Дури и самата САД можеби несвесно се оринтираше кон „производство“ на финансиските услуги и производи како исклучително профитабилна дејност, запоставувајќи ја класичната индустрија и производствата со мала додадена вредност кои се препуштија на земјите во развој. Ова имаше позитивни импликации за САД, но и за целиот свет кој доби можност да го произведува тоа за што во Америка немаше доволен интерес, а вишокот на средства преку софистицираните канали на финансискиот пазар се враќаа назад во САД во потрага по нискоризични инвестиции. Ова значеше голема понуда на средства кои својот пат најлесно го наоѓаа во хипотекарниот пазар. Голем број на субјекти имаа очигледни бенефиции од овој процес. Градежни работници, архитекти, агенции за недвижности, кредитни брокери и потенцијални купувачи профитираа на т.н *Main Street*, додека инвестициони банки и различни финансиски институции профитираа на страната на *Wall Street*. Домовите одеднаш од неопходно средство за згрижување на семејството се претворија во трговска стока како и секоја друга, подложна на шпекулации и пазарни манипулации. Но, ова воопшто не ги загрижи надлежните органи, толкувајќи го овој процес како нормални пазарни движења кои само ја потврдуваат идеалната слика за капиталистичкиот систем. Не само нови корисници на хипотекарните кредити се заслужни за балонот. Голем дел од тие што веќе купиле кука ги рефинансираа своите кредити со поголеми износи врз база на зголемената вредност на нивните хипотеки. Со еден збор ги матријализираа пазарните поволности.

На површина сè изгледаше како просперитет. Но, доколку се погледне подлабоко ризиците се, и тоа како, присутни и предвидливи, можеби не во мера во која целосно ќе се спречеше кризата, но секако во мера со која ќе се оневозможеше системски колапс.

¹⁴ Сведочење на R. Breeden пред Комисијата за испитување на финансиската криза, 2011 година

Raghuram G. Rajan (2005) нотира три клучни фактори кои се движечката сила на промените во финансискиот систем:¹⁵ Прво, *технолошките иновации* ги намалија трошоците за комуникација и соработка како и трошоците за прибирање, процесирање и складирање на информациите. Техниките кои се однесуваат на финансиски инженеринг, оптимизација на портфолијата, кредитни рангирања и слично во денешни услови се широко прифатени алатки во работењето на финансиските институции. Второ, *дерегулацијата* ги отстрани класичните бариери кои оневозможуваа слободен влез и натпревар помеѓу производи, институции, пазари и надлежности. Конечно, процесот на *институционални промени* овозможи создавање на нови ентитети во рамките на финансискиот сектор кои ги надминаа класичните банкарски операции и апетити за ризик. Овие фактори создадоа услови за поширока партиципација во финансиските трансакции и полесна достапност до средства што го направи пазарот подлабок и посилно поврзан. Од друга страна, штедачите старата навика за пласман на своите средства во штедни влогови ја заменија со инвестирање во различни облици на инвестициони плаќалници, фондови, осигурување и останати финансиски производи со што станаа индиректни учесници во финансиските трансакции.

Во август 2005 година, R.G Rajan го презентира својот материјал под наслов „*Has the Financial Development Made the World Riskier*“ на конференција одржана во Wyoming на која присуствуваше комплетниот врв на глобалниот финансиски пазар (Greenspan, Bernanke, Trichet, King...), но сите коментари на тогашниот главен економист на ММФ останаа само како академска лекција без реални импликации врз присутните. Во своето излагање *Rajan* посебен акцент става на два моменти кои подоцна ќе се покажат како едни од главните причинители на кризата, а тоа беа несоодветното наградување на менаџерите и неселективното користење на инструментот credit default swap. На истиот овој настан тогаш исклучително влијателниот поранешен секретар за финансии Larry Summers, ги

¹⁵ Поопширно R.G,Rajan, "Has the Financial Development Made the World Riskier?", 2005 година

карактеризира тврдењата на Rajan како целосно неиздржани, а самиот автор го обвинува за неприфаќање на модерните технолошки иновации во финансискиот систем.

Во 50-тите и 60-тите години банките беа главните субјекти на финансискиот пазар. Тие се карактеризираа со прилично ниво на конзервативност и претпазливи пласмани што имаше свој удел во стабилноста, но не го задоволуваше апетитот за посилен развој. На тој начин се отворија вратите за алтернативни финансиски институции што имаше и солидна политичка подлога, затоа што политичките елити имаа и свој интерес во експанзивниот раст. Ова ги доведе и самите банки да размислуваат надвор од класичните банкарски операции со цел одржување на конкурентската позиција под налетот на „хибридните“ финансиски институции. Оваа конкурентска битка го доведе пазарот до привидно-перфектна развојна фаза.

Зголемената ризичност на новите финансиски производи има своја подлога и во начинот на плаќање на менаџерите и вработените (поопширно ќе стане збор подолу во трудот). Борбата за профит директно е поврзана со борбата за поголем финансиски надомест. Ризикот како фактор во финансиското работење стануваше се помалку важна варијабла. И самите менаџери кои водеа комплексни финансиски институции и зедаа огромен надомест за тоа имаа имиџ на непогрешливи пазарни играчи, а во најголем дел од случаите тие немаа ни основни познавања на новите финансиски производи и нивната интерконекција.

Можеби наједноставните сигнали беа квантитативните. Доволно беше да се погледнат бројките за тоа колку се зголемува долгот на семејствата во последните 10,20 години и како растат цените на недвижностите, а во истиот тој момент платите се или стагнантни или со многу благ пораст. Од кои дополнителни приходи ќе се измируваат овие галопирачки обврски?

3.2. БАНКАРСТВО ОД СЕНКА (Shadow Banking)

Во своето дело „*The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*“ нобеловецот Paul Krugman поставува реторичко прашање: Дали времето на банкарски кризи не требаше да заврши пред 70 години? Нели банките се осигурани, регулирани и обезбедени? Одговорот гласи: И да и не. Традиционалните банки ги имаат сите овие карактеристики, но голем дел од модерниот банкарски систем (којшто во меѓувреме станува и доминантен) ги немаа¹⁶.

Банкарството има своја еволуција од првичното чување на пари и други средства, преку позајмување на средствата кои им се дадени на чување за определен надомест во вид на камата, па сè до позајмување и инвестирање на средства кои ги „немаат“. Софистицираниот банкарски систем преку интензивните иновации овозможија креирање на огромен левериџ во борба за повисок профит, односно банкарите не беа задоволни со оплодување на својот капитал, па почнаа сè повеќе да бараат начини за оплодување во своја полза на туѓ, односно позајмен капитал во несразмерен однос со сопствениот капитал. Во поминувањето на овие фази банкарството често паѓаше во кризи пред сè како резултат на настаната паника, што ги мотивираше владите да одговорат со соодветна регулатива која би требало да го заштити системот од вакви кризи. проблемот на оваа регулатива е што истата недоволно ја следеше трансформацијата на финансискиот систем во полза на институции кои според правната форма не беа предмет на контрола. Структурата на финансискиот систем во екот на бумот суштински се промени и уделот на активата (средствата) надвор од традиционалниот банкарски систем драматично се зголеми¹⁷.

Банкарскиот систем на САД по Втората светска војна остана стабилен благодарейќи на ограничувањето на максималниот износ на камата којашто банките можеа да ја исплатат на депонентите со што се

¹⁶ Поопширно види Paul Krugman, "The Return of Depression Economics and The Crisis of 2008", Penguin books, 2008 година

¹⁷ Говор на Timothy Geithner, 2008 година, Њу Јорк

оневозможуваше евентуална трка по депозити да го загрози пазарот. Оваа состојба од друга страна ги мотивираше пазарните учесници да најдат други заобиколни патишта кои би биле примамливи за субјекти со повисок апетит за ризик и профит. Можеби во првична форма банкарството од сенка се манифестира преку т.н *money market mutual funds* коишто им овозможуваа на инвеститорите инвестиција која личи на класичен банкарски депозит, но истата тоа не е. Пред сè затоа што и не е под гарантната шема на FIDIC. На почеток средствата прибрани на овој начин се пласираа само во трезорски записи и корпоративни обврзници на најдобрите американски компании за кои се веруваше дека е невозможно да пропаднат (General Electric, IBM...). Сепак историјата нè учи дека секој пазарен субјект (вклучувајќи ја и самата држава) носи потенцијален ризик од неспособност во измирувањето на своите обврски. Средствата во *money market mutual funds* пораснаа од 3 милијарди усд во 1977 година, преку 740 милијарди усд во 1995 година до 1,8 трилиони усд во 2000 година¹⁸.

Главните полиња каде што инвестиционото банкарство го проби својот пат според Комисијата за испитување на финансиската криза се корпоративните обврзници и репро договорите¹⁹. Корпоративните обврзници претставуваат корпоративен долг којшто не е покриен со соодветен колатерал туку исклучиво со самото работење на компанијата. Не само за новите финансиски институции туку и за самите компании ова претставуваше брз, ефикасен и лесен начин за краткорочни задолжувања. Што се однесува до делот на репро трансакции којшто почна интензивно да расте по 1970 година, финансиските дилери коишто поседуваа трезорски записи истите ги продаваа на конзервативните банки со обврска повторно да ги откупат по малку повисока цена од таа по која ги продале. На овој начин доаѓаа до слободни финансиски средства добиени од нискоризични хартии од вредност коишто во истиот момент ги инвестираа во поризични

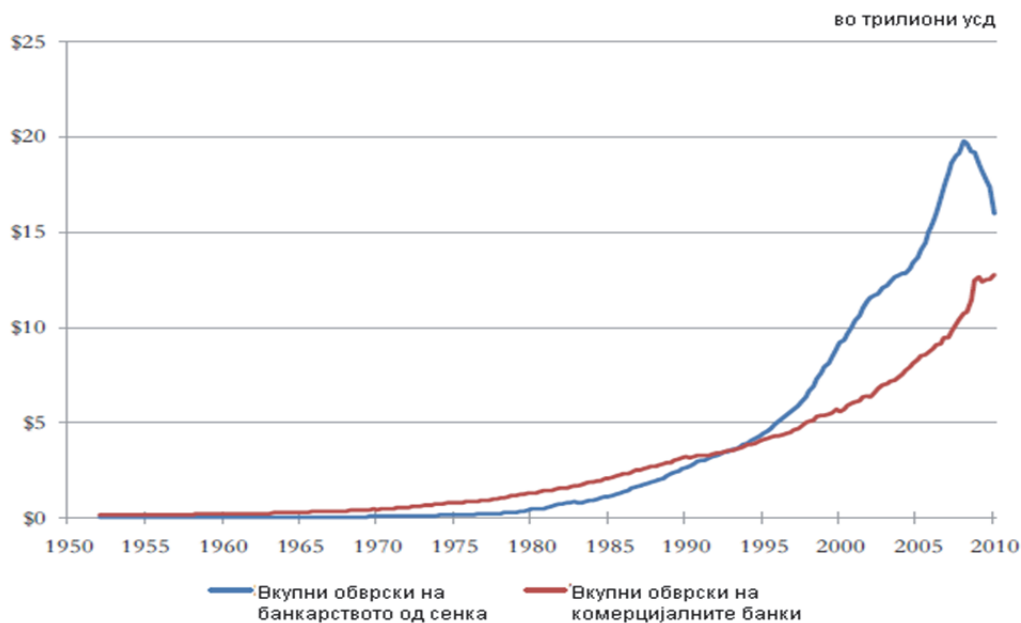
¹⁸ Arthur E. Wilmarth Jr, "The Transformation of the U.S. Financial Services Industry, 1975-2000: Competition, Consolidation and Increased Risks", University of Illinois Law Review, 2002 година

¹⁹ Поопширно види "The Financial Crisis Inquiry Report", New York, 2011 година, страна 27-37

пласмани кои би требало да ги материјализират до периодот на повторен откуп на трезорските записи.

Сепак главна погодност на банкарството од сенка е тоа што пазарните учесници од овој вид не потпаѓаат под стандардната банкарска регулатива. Главна кочница во натпреварот на класичното банкарство со инвестиционото банкарство се капиталните ограничувања кои се однесуваат на висината на средства коишто може да се поседуваат (активната страна во билансот) во однос на сопствениот капитал на банката. Ова ограничување не се однесува на инвестиционите банки и паричните фондови коишто можеа да имаат пласмани 40, 50 и повеќе пати над својот капитал што ги правеше доста ранливи и на мали пазарни нарушувања (левериџ). Комерцијалните банки беа во дефанзива и со опасност да ги изгубат своите позиции на пазарот. Од една страна се намали нивната компетитивност на страната на депозитите поради ограничувањето на висината на пасивните каматни стапки, а од друга страна се ограничија нивните можности за пласмани поради капиталните ограничувања.

Графикон 2: Банкарство од сенка vs Традиционално банкарство-вкупни обврски



Извор: Федерален Систем на Резерви (www.federalreserve.gov)

Како што може да се види од графиконот двата паралелни банкарски света растеа заедно со тоа што на почетокот на 90-тите инвестиционото банкарство и другите финансиски институции коишто го сочинуваа банкарството од сенка доживува енорна експанзија и го зазема водечкото место во финансискиот систем. Оваа борба и натпревар имаше и доста позитивности за граѓаните и компаниите коишто може да дојдат до средства по рекордно ниски каматни стапки. Се беше толку добро што никој не сакаше да го види системскиот ризик кој чека да еруптира. ФЕД веруваше дека при евентуален проблем кај инвестиционото банкарство, комерцијалните банки за кои се сметаше дека се добро раководени, со помали ризици и високо капитализирани ќе овозможат соодветна поддршка, а доколку и ова не е доволно, овде е централната банка која би го решила проблемот (нормално се претпоставува дека би бил изолиран проблем).

Инвестиционите банки се главните играчи во сите спојувања и преземања пред сè како консултанти за деловните компании. Нивните многустрани активности, деловни односи и пазарни релации ги става во доминантна позиција поради сетот на информации и знаење кои ги поседуваат.

Големиот развој на алтернативните финансиски институции ги создаде најголемите пет инвестициони банки во САД: *Goldman Sachs*, *Morgan Stanley*, *Merrill Lynch*, *Lehman Brothers* и *Bear Sterns* кои беа и главните актери во финансиската криза од 2007 година. Од овие пет гиганти само првите две ја преживеаја кризата како самостојни ентитети.

3.3. КРЕДИТНАТА ЕКСПАНЗИЈА И ХИПОТЕКАРНИОТ БУМ

Основите на финансиската криза лежат во прашања поврзани со пазарот на недвижен имот, поточно хипотекарните кредити. Во многу земји состојбата и стабилноста на пазарот на недвижности (особено пазарот на станбени објекти) е круцијален индикатор за силината на самата економија во целина. Оваа последица е поради постоењето на неколку

причини, вклучувајќи ги: големината на овој сектор, неговата поврзаност со останатите сектори во економијата, како и социјалните и политичките импликации на овој сектор како основа на здраво семејство во општеството²⁰. Промовирањето на поседување на сопствен дом за американските семејства долг период е една од основните алки на социјалниот и економски систем на САД. Почнувајќи уште од Големата депресија, голем број на владини тела и агенции имаат за цел поддршка на овој сектор преку одржување на прифатливи цени за сопствен дом и доволна понуда на станбени објекти. Оваа тенденција има подлога и во социолошкиот елемент на тезата дека ваква политика стимулира стабилност, кохезија во семејството, а дестимулира девијантни појави и неморално однесување.

Претходната декада се карактеризира со невиден раст на цените на станбен простор и бројот на луѓе и семејства коишто наместо да рентаат, поседуваат кука. Исклучително ниските каматни стапки во овој период претставуваа одлична подлога за оваа тенденција. Големата понуда на средства се полесно стигаше до кредитно послабите корисници, што драстично ја промени ризичноста на овој вид на пласмани. Во 2006 година subprime кредитите сочинуваа близу 20% од вкупните хипотекарни кредити што значеше драстичен пораст од 2002 година кога претставуваа само 8% од вкупните кредити од овој вид. Со самото ова се зголемуваше и ризичноста на хартиите од вредност во чија основа кредити со послаб квалитет влегуваа со поголемо учество.

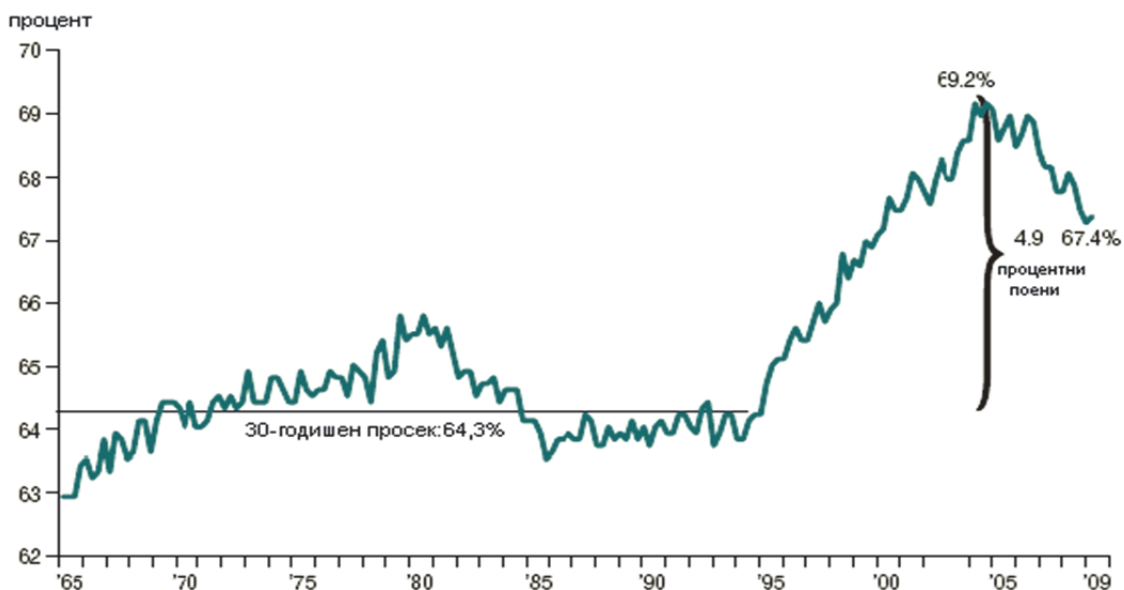
Балонот на пазарот на станбени објекти се „дуваше“ во континуитет во последните 20 години, под капата на неколку администрации од различни политички провинции. Истиот се базираше исклучиво на „очекувања“, а не на реално движење во доходот или наемнината. Иако овој процес беше присутен во целата земја, сепак имаше драстични

²⁰ Ashok Bardhan, "Of Subprimes and Sundry Symptoms: The Political Economy of the Financial Crisis", The Robert W. Kolb Series of Finance, John Wiley & Sons, New Jersey, 2010 година, страна 18. Поопширно во самиот труд

варијации од држава до држава. Најголем пораст на цените имаше во Флорида, Калифорнија, Невада и сл. каде што и беше најголема побарувачката, за разлика од средниот дел на САД каде што овој тренд беше многу поблаг. Само како илустрација, во Сакраменто цените на домовите скокнаа за 2,5 пати за само 5 години, во Лос Анџелес, Мајами, Сан Диего цените во истиот период скокнаа двојно.

Во ретроспектива, кризата којашто започна во 2007 година се градеше со години. Структурните разлики на економиите во светот доведоа до тоа што аналитичарите го нарекуваат „дебаланс“, којшто креираше масивен и дестабилизирачки прекуграничен прилив на капитал. На кратко, живеевме над нашите можности - врз база на позајмени пари и позајмено време²¹.

Графикон 3: Хипотекарниот бум доведе до раст на стапката на сопствеништво



Извор: Census Bureau САД, 2010 година, достапно на www.census.gov

Како резултат на стимулативните владини политики стапката на тие кои поседуваа сопствен дом скокна на рекордни 69,2% во пролетта 2004 година. Само по пат на рефинансирање на постојните домови

²¹ Henry M. Paulson, "On the Brink-Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System", New York, 2010 година, страна 64

американските граѓани „извадија“ дополнителни 2 трилиони УСД во периодот помеѓу 2000-2007 година како резултат на зголемената вредност на хипотеките. Голем дел од овие средства се потрошија за секојдневни потрошувачки потреби. За само 10 години стапката на сопствеништво скокна за неверојатни 4,9 процентни поени.

Поголемата толеранција кон ризикот имаше своја подлога и во фактот што во периодот на голем раст на цените, недвижностите лесно се продаваа, што навидум значеше дека позајмувачите нема што да изгубат. Соодносот помеѓу растот на цените на станбените објекти и расположливиот доход постојано растеше, без притоа посериозно да се анализира од кои приходи ќе се вратат новите долгови? Сите се однесуваа како да постои загарантирана *win win* ситуација каде што пазарот е дарежлив кон сите. Сите расположливи податоци говорат дека државните власти немаа јасна слика за проблемот што чека да ескалира во секој момент. Поткрепа на оваа теза е и изјавата на Ben Bernanke во мај 2007 според која.....*имајќи ги предвид фундаменталните фактори кои треба да ја поддржат побарувачката за куќи, веруваме дека проблемите на хипотекарниот пазар ќе бидат прилично ограничени, и не очекуваме значајно прелевање на кризата на целокупната економија и финансискиот систем.*

Во втората половина на 2006 година цените на станбените објекти го достигнаа својот врв. Во овој период вкупната вредност на хипотекарните кредити надмина 10 трилиони УСД, што претставуваше дуплирање за само пет години. Ова беше пресвртната точка по која целиот систем тргна во надолна линија и за краток временски период од само неколку месеци, почна видливо зголемување на нефункционалните кредити и пад на цените на недвижностите.

Финансискиот систем не беше сам во трката за поголеми пласмани. Од 2001 година до 2007 година националниот хипотекарен долг се дуплираше, а износот на хипотекарен кредит по фамилија порасна за повеќе од 63% од 91.500 на 149.500 УСД, во услови на релативно

стагнантни плати. Ваква структура на позајмувачи е многу ранлива на посилни потреси. Хипотекарните институции во борба за нови клиенти значително ги намалуваа и критериумите поврзани со сопствено учество на кредитокорисниците, што значи дека можеше да се стане сопственик на кука без да се вложат никакви средства. Ова ги правеше купувачите прилично индиферентни на ризикот којшто го преземаат со задолжување кое ја надминува нивната способност за сервисирање на долгот. Во 2005 година 25% од корисниците на кредити одбрале тип на кредит со кој се плаќа само камата, а главницата останува да почне да се отплаќа во нареден временски период, кога купувачот тоа ќе го посака. Хипотекарните кредити беа исклучително нетранспарентни за американските граѓани. Всушност хипотекарните брокери нагласуваа определни погодности (пример, камата од 1%, но само за првата година), а ги премолчуваа останатите замки кои беа тешко воочливи за обичните граѓани кои имаа малку познавање за овие нови финансиски производи. Во периодот на кредитен бум исклучително атрактивно занимање стана функцијата хипотекарен брокер - лице кое посредува помеѓу корисниците и давателите на кредити за определена провизија. Според истражувањето на Комисијата повеќе од 200 000 лица во последните 6-7 години станале хипотекарни брокери без никој да навлезе во суштината дали сите овие лица имаат соодветни квалификации и морални вредности за оваа дејност. Во периодот од 2000 година до 2007 во Флорида, на пример, најмалку 10 500 лица со криминални досиеа станале хипотекарни брокери, вклучувајќи 4 065 лица кои веќе биле осудувани за криминал во областа на измама, грабежи, рекетарство и изнуда²².

Давателите на кредити играа на картата дека цените на недвижностите вечно ќе растат така што тие нема што да изгубат. Главниот економист на Секретаријатот за финансии Phill Swagel (2011) коментира дека...***Премногу позајмувачи се наоѓаат во погрешна кука, а не во погрешен кредит***....Процесот на секјуритизација дополнително ги олабави

²² The Financial Crisis Inquiry Report, New York, 2011 година, страна 14

давателите на кредити, затоа што на крајот на денот не се ни знаеше кој е позајмувачот, односно кој го носи финалниот ризик.

Во овој период во САД стана многу популарна една фраза која ја одразува суштината на проблемот: IGBYBG (*I'll be gone, you'll be gone*). Истата се однесуваше на зделки во кои однапред се земаа големи еднократни провизии, а се ризикуваа поголеми загуби во иднина. Долг период оваа фраза практично се применуваше на сите нивоа во финансискиот систем.

3.4. SUBPRIME КРЕДИТИТЕ И НИВНО ВЛИЈАНИЕ НА ПАЗАРОТ

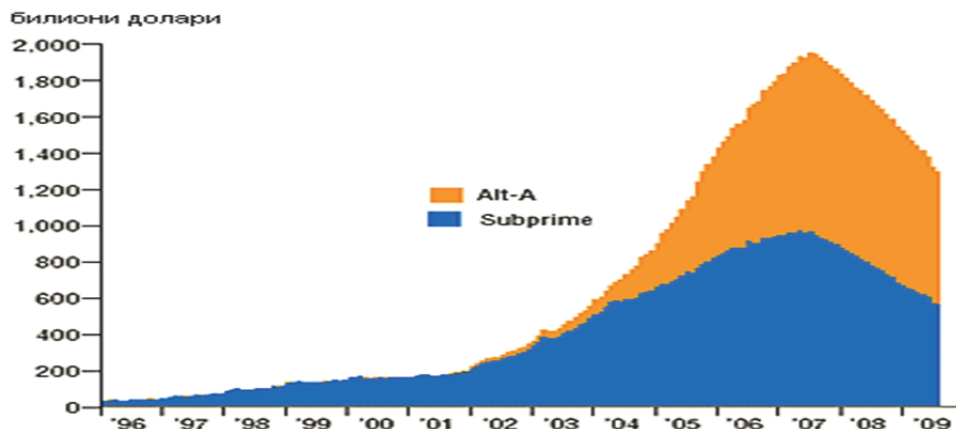
Во литературата терминот *subprime* кредити се користи за кредитни корисници за кои се очекува дека во даден момент би можеле да имаат проблеми во навременото сервисирање на своите обврски, односно нивните континуирани приходи може да бидат недоволни за отплата на ануитетите по основа на задложувањето. Покрај тоа што се одобруваат на помалку кредитноспособни лица истите се карактеризираат и со понеповолни услови на отплата (камата, рок, провизии) кои дополнително ја отежнуваат и така неизвесната отплата. Помеѓу *subprime* и *prime* кредитите теоријата познава уште една категорија т.н Alt-A кредити коишто поради различни причини се сметаат за поризични отколку *prime* кредитите, но сепак помалку ризични од *subprime*.

Не само во развиените економии туку речиси во сите земји со малку поразвиена економија и финансиски систем (вклучувајќи ја и Р.Македонија) постојат достапни податоци за сите заинтересирани страни за доходот на поединците, нивното задолжување и кредитна историја што го сочинува *кредитниот рејтинг* на тоа лице. Овие податоци им овозможуваат на кредитните институции многу прецизно да ја воочат сликата за тоа кон кого се изложуваат и за сите ризици кои произлегуваат од тој пласман. Значи банките неслучајно, туку свесно пласирале огромен обем на средства кај

субјекти за кои знаеле дека имаат послаб кредитен рејтинг и проблеми во измирувањето на обврските е речиси сигурен настан.

Овие кредити драстично повеќе се застапени во средините со понизок стандард и средините со доминантно афроамериканско и латиноамериканско потекло. Оваа концентracија на subprime кредитите ги става сопствениците на домови во овие места во многу понеповолна (поскапа) позиција за разлика од местата со среден и висок доход²³. Расната поделеност е очигледна и доколку се земат предвид категории со ист доход. Во местата со висок доход претежно населени со белци многу е мал бројот на оние кои се јавуваат кај subprime позајмувачи (само 6%) додека во местата со висок доход со претежно население од афроамериканско потекло овој процент е дури 39%, што е двојно повеќе од овој процент кај белците со ниски примања²⁴. Овој феномен е пред сè од социолошка природа и нема да навлегувам подлабоко во овој труд.

Графикон 4: Растот на Alt-A и Subprime кредитите



Извор: www.dallasfed.org/research.cfm

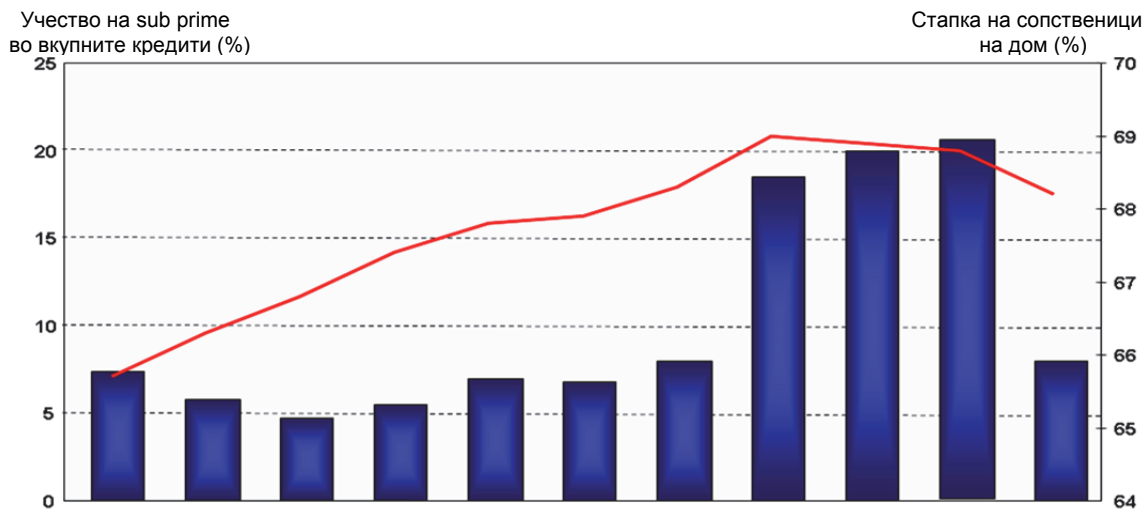
Она што може да се заклучи од графиконот (бр.5) е дека subprime кредитите пораснаа од само 8% од вкупните станбени кредити во 2003

²³ U.S. Department of Housing and Urban Development, "Subprime Lending Report, Unequal Burden: Income and Racial Disparities in Subprime Lending", 2009 година

²⁴ U.S. Department of Housing and Urban Development, "Subprime Lending Report, Unequal Burden: Income and Racial Disparities in Subprime Lending", 2009 година

година на 20% во 2006 година. Како расте овој тип на кредити така расте и процентот на кредити во кои се плаќа само камата или пак се отплаќа главница по желба на кредитокорисникот. Од друга страна, доколку се погледне движењето на сопствеништвото на дом ќе се забележи дека порастот на кредитирањето на помалку кредитоспособни коминтенти не е главен извор на пораст на процентот на Американции кои живеат во сопствен дом. И во моменти кога subprime кредитите беа со мало учество, сопствеништвото продолжуваше да расте.

Графикон 5: Движење на subprime кредитирањето и стапката на сопствеништво на дом



Извор: Census Bureau, презентирano во Харвард Универзитет-Извештај 2008 година

Олабавувањето на кредитните стандарди и достапноста до кредити на поранливите групи со помали доходи имаше широки и многу тешки последици за целиот систем. Како што економијата ослабнуваше и каматите растеа, бројот на лица коишто доцнеа во плаќањето на своите обврски драматично растеше. Ова предизвика голем пад на цените што оневозможуваше сопствениците само да си ги продадат куќите како би избегнале нивно преземање од страна на банките²⁵.

Сепак голем е бројот и на економски теоретичари коишто сметаат дека е пренагласена важноста на subprime кредитите во настанувањето на кризата односно дека ова е само една мала алка од синџирот на причини.

²⁵ Harvard University, "The State of the Nations Housing Report", 2008 година

Allan Greenspan-Претседател на Бордот на ФЕД во периодот 1987-2006

Веројатно најконтроверзната личност во историјата на американската монетарна политика бил на чело на ФЕД цели 19 години за време на претседателствувањето на 4 претседатели на САД. Парадоксот на Allan Greenspan е тоа што за време на својот мандат е исклучително ценет и почитуван од политичките елити и стручната јавност како носител на економскиот подем на САД, додека по завршувањето на мандатот и почетокот на кризата неговата историска улога целосно преминува на страната на главните виновници за колапсот на финансискиот систем.

Целиот период за време на мандатот на Greenspan поминува во релативно поволни економски услови, ниска инфлација, висока вработеност и стабилен раст. Секако дека сето ова не е во целост негова заслуга, односно голем дел од работите му одеа во прилог (економскиот циклус на негово доаѓање и заминување од функција беше идеално темпиран за негов успех). Голем дел од неговите претходници (пред се Pol Volcer) ги претпреа шоките на ценовна стабилизација под услови на рестриктивна монетарна политика а голем дел од неговите наследници ги трпат ударите на големата експанзија за време на неговиот мандат. Krugman констатира дека голем дел од позитивните ефекти во тој период немаат никаква врска со монетарната политика односно истите се резултат на структурното прилагодување на економијата, информатичка технологија, дејности со повисока додадена вредност и сл. Во овој период се случува најголемиот раст на цените на два клучни пазари (акции и недвижности) како резултат на ниското ниво на каматни стапки и општото уверување дека растот и просперитетот се нешто што е веќе загарантирано без сериозни ризици. Крупната грешка на Greenspan е што не го забави овој процес навремено кога се појавуваа првите сигнали на "надувани балони". Ова сликовито би го појаснил со ситуација на забава каде што сите гости се пијани а сеуште се носи алкохол. *Забавата станува поубава но утрото потешко.*

Allan Greenspan можеби најмногу ќе биде запаметен по неговата филозофија на дерегулација односно ослободување на финансискиот пазар од што е можно повеќе контролни механизми и слободно трагање по профит преку нови финансиски производи. Чесно е да се напомене дека во тој период мал беше бројот на тие што не се согласуваа со политиките на Greenspan односно тој беше економски лидер со огромен број на следбеници. Многу е поедноставно од денешен аспект да се критикува неговата политика со информации со кои денес располагаме, а многу е потешко да се воочат ризиците и да се спротивставиме на политика која во моментот на имплементација се чини дека е одлична за сите.

Allan Greenspan им овозможи на американците да живеат над своите можности, да го добијат тоа што го немаат за на крај да го изгубат тоа што реално го имаат.

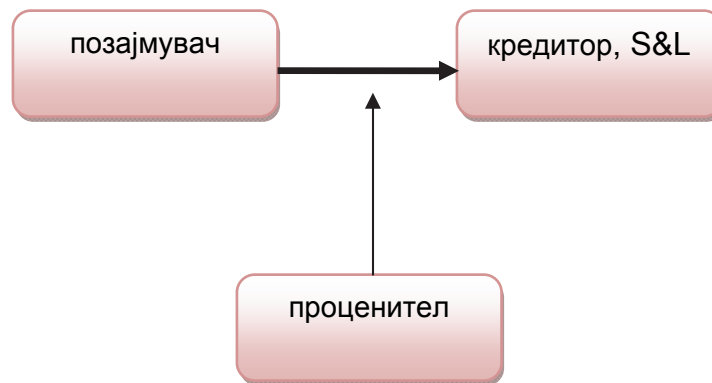
3.5. ПОТТИКНУВАЧКИ ЕЛЕМЕНТИ КАЈ МОДЕЛОТ НА КРЕДИТИРАЊЕ ЗА ПОНАТАМОШНА ДИСТРИБИЦИЈА (Originate to distribute model)

Една од фундаменталните тези во економската наука е дека луѓето реагираат на поттикнувачки фактори. Пазарот на хипотекарни кредити во САД во последните неколку декади го промени својот модел од кредитирање и задржување на пласманот до негово конечно достасување (Originate to hold model) кон модел на кредитирање за понатамошна дистрибиција на пласманот (Originate to distribute model), што драстично ги промени поттикнувачките фактори на речиси сите учесници на овој пазар. Долги години кредитирањето на недвижности се одвиваше преку кредитношtedни институции коишто работеа под строга регулатива на ФЕД и останатите надлежни тела и применуваа стриктно утврдени стандарди коишто мораше да ги исполни секој кредитобарател.

Во овој случај мотивите на сите заинтересирани страни беа добро познати и прилично едноставни: 1. Кредитобарателот бараше кредит со цел купување на сопствен дом или во одредени случаи рефинансирање на веќе постоечки хипотекарен кредит. Оваа своја цел ја остваруваа по прифатливо ниски каматни стапки имајќи го предвид фактот на органичувањето на пасивните каматни стапки во тој период, мерка којашто ги стабилизираше и активните каматни стапки; 2. Кредиторите имаа за цел пласман на своите средства кај бонитетни клиенти со што помалку ризик. Речиси во секој случај се бараше минимум сопствено учество од 20% да би се задржал дел од ризикот кај самиот позајмувач; 3. Проценителите коишто беа како помошни елементи на кредиторите имаа за цел професионално, понекогаш и конзервативно проценување на хипотеката со цел задржување на добра соработка со кредиторите.

Овој модел функционираше одлично, но со една огромна маана: не ги задоволуваше социолошките и политичките потреби на американското општество за поекспанзивно ширење на сонот за сопствен дом за секој Американец.

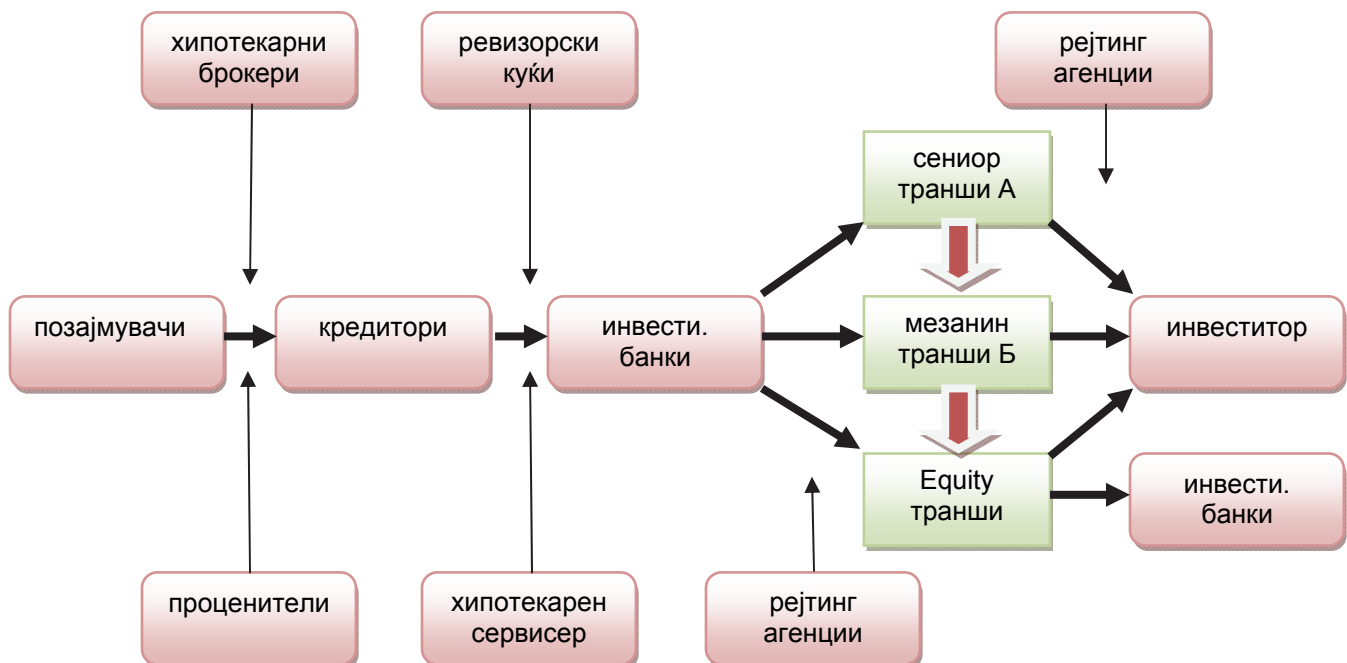
Слика 2:Пласирање на средства до достасување (originate to hold model)



Извор: Robert W.Kolb, 2010 година

За разлика од овој едноставен модел, кредитирањето за понатамошна дистрибуција вклучува многу повеќе актери со различни мотиви и интереси. Во овој дел ќе го искористам практичниот приказ и основните карактеристики на моделот дадени од страна на професорот Robert W. Kolb во своите трудови: *The Financial Crisis of Our Time* (2011) и *Incentives in the Originate-to-Distribute Model of Mortgage Production* (2010).

Слика 3:Пласирање на средства за понатамошна дистрибуција (originate to distribute model)



Извор: Robert W.Kolb, 2010,2011 година

Kolb утврдува неколку нови мотиви кај сите актери во моделот на кредитирање за понатамошна дистрибуција²⁶. Кај кредитобарателот покрај основниот мотив за решавање на своето животно прашање се јавуваат и дополнителни мотиви. Како резултат на константниот раст на цените на домовите и намалените банкарски стандарди, позајмувачите можат неколку пати да го рефинансираат својот долг со дополнително извлекување на средства кои вообичаено се користат за потрошувачки потреби. Од друга страна голем дел од позајмувачите растот на цените на недвижностите го користат за инвестициски активности односно да се купи дом во кој нема да се живее односно истиот се купува за понатамошна продажба и заработка од разликата во цена²⁷. Во голем дел од случаите ова е поттикнувачки фактор за позајмувачите да даваат погрешни информации за својата кредитна способност и за нивната намера за живеење во тој дом (*predatory borrowing*).

Сепак најголем број на поттикнувачки фактори се јавуваат на страната на кредиторот. Имајќи го предвид фактот што кредиторот воопшто не планира да го држи кредитот во својот биланс до неговото конечно достасување, го прави многу полежерен во процесот на одобрување. Всушност ова го поттикнува и за поекспанзивно кредитирање без разлика на квалитетот од кое ќе се заработат високи еднократни позиции, а побарувањето ќе се пренесе на друг субјект. Борбата за квалитет станува борба за квантитет. Борбата за каматни приходи станува борба за провизии. Голем број од лицата кои учествуваат во примарното кредитирање почнувајќи од хипотекарните брокери преку кредитните референти, па сè до највисокиот менаџмент на овие институции се мотивирани од високи бонуси за бројот на склучени договори, а во многу ретки случаи за нивниот квалитет.

²⁶ Robert W. Kolb, "Incentives in the Originate-to-Distribute Model of Mortgage Production", New Jersey, 2010 година

²⁷ Статистичкото искуство покажува многу поголема дисциплина во сервисирањето на обврските кај лица кои купуваат кука на кредит во која живеат, за разлика од они кои имаат обврска за кука во која не се вселени. Социјалниот елемент дека ќе се загуби домот во кој живее семејството прави дополнителен притисок за редовност во отплатата

Проценителите речиси секогаш се ангажирани од страна на кредиторите. За разлика од кредитирањето до достасување во случајот на дистрибуција на пласманот кредиторите сакаат повисоки проценки (некогаш потајно, а некогаш јавно) за да можат да пласираат повеќе средства и заработат поголема провизија. Имајќи го предвид фактот што една финансиска институција може да соработува со илјадници проценители тие секогаш се борат за да бидат повторно ангажирани. А ќе бидат само доколку ги задоволат апетитите на своите клиенти.

Во самиот процес на секјуритизација посебни финансиски институции откупуваат поединечни кредити кои потоа се пакуваат во поединечни транши со различен квалитет и цена (подетално подолу во трудот) и истите се продаваат на заинтересирани инвеститори. Секако дека секјуритизаторите прво треба да направат длабинско снимање на кредитите коишто ги купуваат со цел за креирање на квалитетна хартија од вредност и сè повеќе А транши на сметка на јуниор траншите. Ова би било така, додека сè не постои притисокот за поголем квантитет и желбата за што поголем број на пакети и провизии од овие трансакции. Доколку се знае дека целиот ризик од поединечните кредити кои се составен дел на пулот ќе го снесат идни непознати инвеститори каде е мотивот за квалитет?

Истиот овој пример може да се аплицира и кај рејтинг-агенциите коишто се изнајмени и платени од страна на финансиската институција којшто ја издава хартијата од вредност. Секој издавач се бори да има што поголем број на сениор А транши бидејќи тие носат повисока цена и профит. Многу често издавачите ангажираат рејтинг-агенции во самиот процес на купување на поединечни кредити и нивно пакување. На овој начин се прави пул којшто ги содржи сосема минималните услови за А ранг (со помош од страна на рејтинг агенцијата), којшто подоцна на пазарот ја губи својата вредност поради поголемиот број на нефункционални пласмани од очекуваното. Секако дека за ова се плаќаат големи провизии на рејтинг-агенциите.

Моделот на кредитирање за понатамошна дистрибуција резултираше со пласман на кредити со понизок квалитет во годините пред кризата. Користејќи го учеството на банките на овој пазар пред настанувањето на кризата, може да се заклучи дека банките со поголемо учество на пазарот за кредитирање за понатамошна дистрибуција имаа поголем број на нефункционални кредити во подоцнежниот период²⁸. Ова особено ги погоди банките кои не беа во можност да ги продадат веќе пласираните кредити веднаш по почетокот на кризата.

3.6. СЕКЈУРИТИЗАЦИЈАТА КАКО ОСНОВЕН ФИНАНСИСКИ МОТОР

3.6.1. Основни карактеристики на секјуритизацијата

Секјуритизацијата (*Securitization*) е финансиска пракса на групирање на различни видови на договорни долгови како што се: хипотекарните кредити, автомобилските кредити, обврските по кредитни картички и слично, како и продавање на овие средства во вид на хартија од вредност на различни инвеститори. Главницата и каматата од продадените побарувања се исплаќаат на инвеститорите во роковите на нивно достасување. Најчесто во теоријата се разликуваат два типа на хартии од вредност кои се создадени како резултат на секјуритизацијата: хартии од вредност покриени со хипотеки или т.н *mortgage-backed securities* и хартии од вредност покриени со друг вид на средства и побарувања или т.н *asset-backed securities*.

Секјуритизацијата еволуираше од своите почетоци во 1970 година во огромен извор за финасирање кој се проценува во вредности од повеќе од 10 трилиони УСД во САД и 2,2 трилиони во Европа (*податок 2008 година*). Првата трансакција од овој вид е направена во февруари 1970 година од страна на тогаш Ginnie Mae (*The Government National Mortgage Association*),

²⁸ Amiyatosh Purnanandam, "Originate-to-Distribute Model and the Subprime Mortgage Crisis", SSRN working paper, 2009 година, страна 29

којашто продаде хартија од вредност покриена со портфолио од хипотекарни кредити. Во 1985 година за прв пат ваков вид на трансакција се направи со обврски кои не се покриени со хипотека односно истите се однесуваа на автомобилските кредити. Автомобилските кредити имаа и определна предност пред хипотекарните затоа што вообичаено беа со пократки рокови на достасување отколку хипотекарните што овозможуваше полесно предвидлив cash flow од страна на инвеститорите. Првите хартии на вредност издадени врз база на обврски по кредитни картички се појавија во 1986 година.

Прибирањето на средства по пат на секјуритизација стана доста атрактивна опција за финансиските компании и овој метод има низа на предности пред кредитното задолжување, издавањето на нови акции или пак корпоративната обврзница. Делот од финансиската компанија кој генерира континуирани приходи врз база на побарување од кредити многу често има поголема пазарна вредност од самата компанија. Со овој процес всушност сега се матрејализира нето сегашната вредност на идните побарувања.

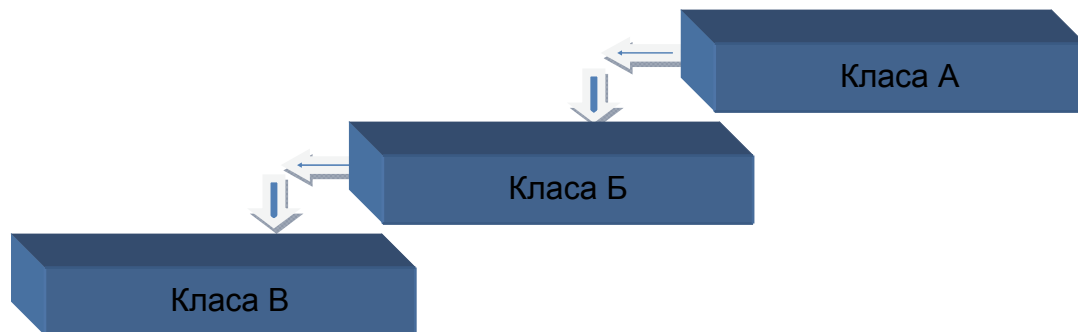
Основна карактеристика на секјуритизацијата е тоа што билансот на продавачот се „чисти“, а билансот на купувачот се „оптоварува“ со ова средство. На овој начин тие што ги продаваа хартиите од вредност добиваа нови средства кои повторно ги пласираа на пазарот бидејќи заинтересираноста на потенцијалните инвеститори за ваков тип на инвестиција постојано растеше. Ризикот од евентуално невраќање на кредитите од страна на примарните корисници целосно е на товар на инвеститорот (тој што финално ја поседува хартијата од вредност), а како гаранција за истата е самото обезбедување кои го има секој поединечен кредит.

Хартиите од вредност издадени по пат на секјуритизација секогаш имаат поголем рејтинг отколку корпоративна обврзница издадена од самата компанија. Овие хартии од вредност се кредитно вредни имајќи го предвид

фактот што истите овозможуваат речиси сигурен прилив на средства од огромен број на кредитокорисници.

Индивидуалните хартии од вредност често се поделени на поединечни транши, категоризирани според ризикот која секоја транша го носи. Секоја транша има различно ниво на кредитна заштита или изложеност на ризик. Вообичаено траншите се поделени на сениор транши (А) и една или повеќе јуниор транши (Б,В...). Сениор класите имаат приоритет во наплатата, јуниор класите почнуваат да се наплатуваат само откако сениор класите се наплатени. Овој принцип во теоријата е наречен *cash flow waterfall* поради очигледниот налик на водопад кој прво ги полни горните елементи, а долните добиваат сè што ќе остане. Сениор класите се класифицираа во AAA рејтинг како најмалку ризичен финансиски инструмент.

Слика 4: Поедноставена слика за хартии од вредност од различни класи



Наплатите од продадените кредити ги собира примарниот давател на кредитот како директно поврзан субјект со реалниот пазар. Секако дека овде се појавува проблемот на ангажманот на оригинаторот во наплата на попроблематичните заеми затоа што истиот ризикот веќе го има трансферирано на друг субјект и дискутабилно е колку енергија и време ќе потроши за наплата на побарувањата. Од друга страна истите не внимаваат доволно ниту на новите пласмани затоа што знаат дека и за нив ќе има заинтересирани инвеститори. По самата своја природа секјуритизацијата се карактеризира со информативна асиметрија, односно тој што го носеше крајниот ризик нема речиси никакви информации за тој

од кого зависеше неговата наплата на побарувањата (примарните кредитокорисници).

Немањето на способност, којашто ја имаат традиционалните банкари за кредитна анализа на квалитетот на секој поединечен кредит кои се составен дел на определена хартија од вредност, ги доведува инвеститорите до позиција да се базираат на рејтинг-агенциите, кои пак, применуваат статистички анализи наместо детална анализа на индивидуалните позајмувачи за да рангираат структурни производи²⁹.

Процесот на секјуритизација е совршено смислен модел за ефикасно функционирање на финансискиот пазар со својот полн капацитет. Со овој процес се премостуваат потребите и побарувачката на средства помеѓу субјекти од целиот свет. Истиот се изведува исклучиво врз база на сложени информатички и математички операции. Покрај големиот број на предности во овој дел ќе ја изнесам само основната негативност: ***Трансфер на ризикот на субјекти кои не можат тој ризик реално да го проценат.***

Табела бр 2. Карактеристики на секјуритизацијата

Предности кај издавачот	Негативности кај издавачот	Предности кај инвеститорот	Ризици за инвеститорот
Ги намалува трошоците на финансирање	Го намалува портфолиото	Можност за добра заработка	Ризик на ликвидност
Го намалува притисокот за капитална база	Процесот на секјуритизацијата има низа на трошоци	Инвестирање во широк спектар на AAA рангирани хартии од вредност	Ризик од неплаќање на обврските од (default)
Го подобрува однос средства-обврски во билансот	Не е погодна за мали и средни трансакции	Портфолио диверзификација	Брза амортизација
Фиксирање на профитот	Неможност да се пласираат добиените средства	Изолирање на кредитниот ризик од ризикот на издавачот	Флуктрација во каматни стапки и курсеви на валути
Трансфер на ризикот			Морален хазард
Ликвидност			Ризик од инсолвентност на издавачот
Провизии			

²⁹ Henry M. Paulson, "On the Brink-Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System", New York, 2010 година, страна 68

3.6.2. Информативна асиметрија во процесот на секјуритизацијата

Во економската теорија терминот информативна асиметрија се користи во случаи на деловни трансакции во кои една од страните има повеќе или пак подобри информации отколку другата страна. Оваа состојба креира небалансирана сила помеѓу договорните страни што ја дерогира нормалната конкурентска пазарна позиција. Информативната асиметрија вообичаено се наминафестира преку *скриено знаење* или пак *скриена акција*. Во случај на скриено знаење, најмалку една страна во трансакцијата има информации кои не се достапни за другата страна³⁰.

Информативната асиметрија не би била важна самата за себе доколку таа не ги засега страните во определена трансакција и пазарот во целина. Уште во истражувања пред неколку декади е дојдено до заклучок дека информативната асиметрија не ги засега само страните во деловните односи, туку нејзино постојано присуство може значително да го наруши ефикасното делување на пазарот.

Доколку овие теоретски експликации ги трансферираме на тоа што е предмет на интерес на овој труд, скриените информации речиси секогаш се манифестираат помеѓу инвеститорот во определена хартија од вредност и издавачот на таа хартија. Во случајот на хипотекарниот пазар акцентот се става токму на скриеното знаење, односно недостаток на доволно информации, а помалку на скриените акции бидејќи истите се видливи и во најголем дел очигледни за сите учесници на пазарот.

Процесот на секјуритизација е исклучително комплексен со многу инволвирани страни, но за попрецизно да се детерминира влијанието на факторот информативна асиметрија ќе искористам поедноставена поделба на субјектите во овој процес на само три: кредитокорисник, примарен давател и инвеститор. Корисникот на кредитот и примарниот давател се сретнуваат на примарниот пазар додека нивната релација со

³⁰ James B. Kau, Donald C. Keenan, Constantine Lyubimov, V. Carlos Slawson "Asymmetric Information in the Subprime Mortgage Market" working paper, 2010 година, страна 2

потенцијалниот инвеститор е на секундарниот хипотекарен пазар. Во ваков случај кредитокорисникот секогаш е во најповолна информативна позиција бидејќи поседува најмногу информации на неговата кредитна способност и можноста за редовно сервисирање на долгот. Следен во овој ланец е примарниот давател на кредитот којшто користи сопствена методологија за проценка на ризикот и има солидна база на податоци за кредитокорисникот, но речиси никогаш ги нема буквално сите информации. Секако дека страната со најмалку информации е крајниот инвеститор којшто пак го носи најголемиот дел од ризикот.

Моралниот хазард секогаш е присутен бидејќи примарниот давател секогаш не е заинтересиран да ги следи строгите правила и стандарди за одобрување бидејќи истиот е свесен дека за краток временски период овој пласман ќе биде трансфериран на друг субјект. Инвеститорите на секундарниот пазар имаат јасна слика дека кредитот е одобрен од страна на примарниот давател, но немаат целосен увид во сите елементи коишто довеле до финалната одлука за одобрување. Најважно од сè е што инвеститорите немаат директен контакт со кредитокорисниците, што претставува нивен огромен хендикеп. *Постојат познати знаења-тие за кои знаеме дека ги знаеме. Постојат непознати знаења-тие за кои знаеме дека не ги знаеме. Постојат непознати незнаења-тие за кои не знаеме дека не ги знаеме*³¹. Најголем ризик е тој што не знаеш дека постои.

Теоријата секогаш дава голем број на насоки како определена замка или проблем да се избегне, но праксата секогаш не ги следи овие насоки. Во овој случај кога станува збор за секундарниот пазар на хипотекарни кредити, информативната асиметрија може да се минимизира наједноставно преку задржување на дел од ризикот во билансот на примарниот давател што би го довело истиот во „побудна“ состојба при самото одобрување и следење на кредитот. Од друга страна потенцијалните инвеститори треба да практикуваат поаналитички пристап кон проценка на секој поединечен пласман којшто го купуваат преку определена хартија од вредност и на тој

³¹ Donald Rumsfeld, поранешен Секретар за одбара на САД

начин да ги проценуваат и прецизно класифицираат средствата. Постои уште една добра практика којашто подразбира брендирање на хартијата од вредност со името на примарниот давател на кредити со што евентуално поголеми проблеми во наплатата сериозно би ја нарушила репутацијата на примарниот давател³².

Од друга страна информативната предност на корисникот на кредитот е секогаш присутна поради субјективниот карактер, неговите информации и причините поради кои тој одбира определен кредитен производ³³.

3.6.3. *Credit default swaps*

Credit default swaps (CDS) во суштина претставува форма на осигурување којашто го заштитува кредиторот од евентуална неспособност на позајмувачот за сервисирање на обврските по договорната облигација. Кога кредиторот купува CDS од осигурителна (или друг вид на финансиска) институција, обврската од кредитот може да се замени за готови пари во случај на несолвентност на позајмувачот.

Купувачот на CDS плаќа определена провизија за овој инструмент (вообичаено квартално) за целиот период на траење на договорниот однос, а за возврат добива исплата во случај на несолвентност на кредитокорисникот (*m.n credit event*) којашто вклучува неплаќање, реструктуирање или банкротство. Овој инструмент вообичаено се користи за поголеми должничко-доверителски односи (10-тици милиони усд), со рокови не подолги од 10 години. CDS е релативно нов финансиски дериват кој започнува да се користи од 90-тите години, а голема експанзија добива од 2003 година. На крајот на 2007 година вкупната сума којашто е покриена со CDS надминува 62 трилиони усд. Иако овој износ е огромен треба да се

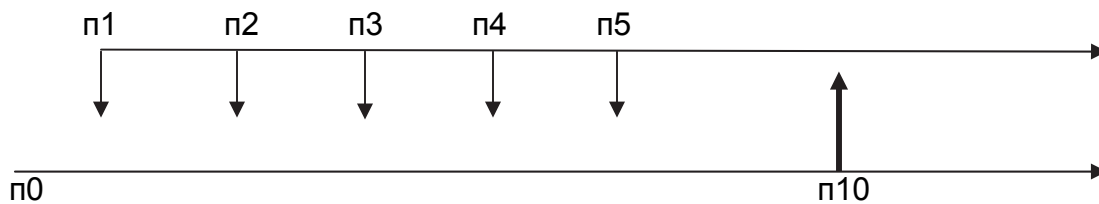
³² James B. Kau, Donald C. Keenan, Constantine Lyubimov, V. Carlos Slawson, *Asymmetric Information in the Subprime Mortgage Market*, working paper, 2010 година, страна 11

³³ Статистиката покажува дека барателите кои одбираат подолг грејс период а се индиферентни на висината на каматната стапка се посклони на неплаќање

има предвид дека реалното движење на пари по оваа основа е драстично помало имајќи го предвид статистичкото искуство за процент на нефункционални пласмани. Под претпоставка да се купи CDS за обврска од 10 милиони усд, а премијата за истата да изнесува 1% годишно, доколку истата се сервисира редовно реалното движење на пари е само 100 000 усд годишно.

Договорната обврска помеѓу купувачот и продавачот на CDS настанува во моментот на потпишување на договорот, а истата завршува со рокот на важност или во моментот на исплата на евентуална настаната штета од страна на продавачот кон купувачот (credit event). Секој договор за CDS поединечно се договара помеѓу двете страни и вообичаено е проследен со соодветен колатерал кој го покрива ризикот од несолвентност на продавачот на CDS. Карактеристично е што износот на колатерал се договара на многу фреквентна основа (често и дневно) во зависност до степенот на ризик и веројатноста за наплата на истиот.

Слика 5: Практичен пример за CDS



Овој инструмент е исклучително поволен за шпекулативни активности поради многу едноставна причина: CDS може да купи секој кој што сака да се „клади“ на определена обврска. На пример субјект којшто не поседува определена хартија од вредност од субјектот X може да купи CDS (да се клади) дека истата ќе пропадне или пак ќе изгуби значителен дел од својата вредност. Погоре во трудот ова е пресликано со едноставен пример: Да се осигурате од пожар за куќата на комшијата, односно со ова би добиле определена премија (надомест на штета) за предмет, обврска или средство коешто воопшто не го поседувате. Нормално дека секој којшто

купува ваков вид на осигурување има желба да настане штета да би можел да добие определена сума на пари, во спротивно ќе плаќа само премија без никаков надомест. Овој вид на CDS пред почетокот на кризата сочинуваше околу 80% од вкупниот пазар на овој тип на финансиски дериват (секој се кладеше на сè).

Доколку поголем број на субјекти купуваат CDS за иста обврска расте цената (премијата) којашто треба да се плати, а се намалува кредибилитетот, но должникот бидејќи се повеќе лица се кладат дека должникот ќе се соочи со несолвентност. Ова овозможува тие што купиле CDS по пониска премија истата по определен временски период да ја продадат и на тој начин да остварат добивка. Исто е и во обратна насока односно доколку се намалува побарувачката за CDS за определена обврска се намалува и премијата (веројатноста да настане несолвентност). Во суштина тој што купува CDS секогаш шпекулира дека ќе настане пад на вредност на определено средство, а со тоа и вредноста на издавачот на тоа средство.

Во првите година на примена на CDS банките беа главните пазарни актери, а предмет на осигурување беа само кредитни обврски (J.P Morgan особено). По 2002 година шпекулаторите го преземаат приматот на овој пазар, а примената на овој инструмент добива енормни димензии. CDS исто така се користи и за хеџирање на ризикот, поволност која што доста често ја користат банките и останатите кредитни институции кои купуваат CDS за заштита на своите побарувања особено во случај кога банката не планира да го продаде овој пласман, односно планира да го задржи во својот биланс до истекување на рокот на побарувањето (*hold to maturity*). Хеџирањето на ризикот преку купување на CDS банките многу често го практикуваат во случај кога проценуваат дека имаат преголема концентрација на пласмани кон определен клиент или пак индустрија.

Иако изгледаат многу слично CDS и класичното осигурување се различни активности пред сè поради тоа што осигурувањето секогаш е поврзано со имателот на полисата (тој што фактички го поседува

средството), а CDS е поврзан со секој којшто има купено ваков инструмент (може да бидат илјадници субјекти за исто средство). Разлика постои и во начинот на определување на цената односно класичното осигурување се базира на статистичка анализа додека CDS се базира на сложени финансиски модели и арбитрано договарање помеѓу две страни. Исто така голема улога во утврдувањето на цената за CDS има и цената којашто ја имаат останатите финансиски инструменти издадени од ист субјект (обврзници, кредити).

CDS е широко прифатен инструмент којшто значително го раздвигува целиот финансиски систем и креира бенефити за сите страни, но истиот има огромен потенцијал да креира системски ризик. Едноставно, секоја банка знаејќи дека секој пласман ќе може да го заштити преку купување на CDS ги намалува своите стандарди на пласирање на изложеност кон даден субјект бидејќи во секој случај тој пласман е обезбеден преку CDS. Eric Dickinson (2008) разликува три начини на кои овој инструмент може да продуцира системски ризик³⁴.

1. CDS можат да придонесат во креирање на балон за определено средство, којшто претставува опасност за целата економија. CDS делуваат на некој начин како експанзивна монетарна политика односно ги намалуваат банкарските стандарди и овозможуваат поголема ликвидност на пазарот и раст на цените на определено средство над неговата реална вредност;
2. CDS можат да придонесат во пропаѓање на големи компании (*to big to fall*) кои се толку исконектирани на пазарот што евентуално нивно пропаѓање би го загрозило целиот систем. Со овој инструмент се тргува исклучиво на пазарот преку шалтер и истиот не е регулиран од ниту една владина агенција или друго регулаторно тело. Ова овозможува огромна концетрација на CDS за обврски на една

³⁴ Eric Dickinson, "Credit Default Swaps: So Dear to Us, So Dangerous" SSRN working paper, 2008 година, страна 10

компанија што драстично го нарушува кредибилитетот и довербата во таа институција. Истиот проблем настанува и кога еден продавач има преголема концентрација на CDS за обврските на еден субјект. Евентуален пад тој субјект речиси е извесно дека ќе заврши и со банкротство на продавачот на CDS;

3. Овој инструмент не ја прати логиката на нормално финансиско работење и позитивните законски прописи. На пример, законодавството за банкротство генерално претпоставува дека кредиторот е заинтересерин должникот да избегне банкротство и да си ги наплати своите побарувања по редовна основа. Банкарското законодавство се базира на претпоставката дека банките ќе бидат многу внимателни на тоа на кој субјект му одобруваат кредит, ќе одржуваат интензивни контакти со позајмувачот и ќе бараат разни алтернативи за редовно сервисирање на обврските. Овие претпоставки паѓаат во вода во случај на CDS каде што голем дел од субјектите дури имаат интерес за сосема обратна насока, односно го хеџираат својот ризик или пак се кладат на пропаѓање на должникот.

Од сето погоре наведено јасно е дека овој финансиски дериват мора да подлежи на определена регулатива која ќе ги стави во законска рамка делувањата на економските субјекти на овој пазар. Иако посилна регулатива ќе значи и поголеми трошоци за пазарните учесници на двете страни, бенефитите врз економската стабилност би биле немерливи³⁵.

3.7. НЕУСПЕХ ВО МЕНАЦИРАЊЕТО НА РИЗИКОТ

Глобалните финансиски институции се исклучително сложени организации со голем број на интерни и екстерни релации кои креираат поврзан систем на поединечни и системски ризици. Менаџирањето на

³⁵ Eric Dickinson, "Credit Default Swaps: So Dear to Us, So Dangerous" SSRN working paper, 2008 година, страна 27

ризикот во вакви организации секогаш претставува тежок, но неминовен секојдневен процес со цел за заштита од ризици од објективна и субјективна природа. Во секоја земја менаџирањето на ризикот во финансиските институции не е оставено исклучиво на самите нив, односно секогаш е следено со силна контрола од страна на државата, вообичаено преку Централната банка или друго регулаторно тело.

Во текот на целиот овој труд провејува констатацијата дека имаше голем број на сигнали коишто требаше да ги поттикнат сетилата и алармите дека финансискиот систем се соочува со длабоки проблеми. Но сите учесници на пазарот не може правилно да ги антиципираат овие сигнали затоа што беа зафатени со „правење на пари“ преку финансиски инженеринг, заборавајќи на ризиците. Од друга страна регулаторите само го следеа овој процес верувајќи дека пазарните законитости се тие што го движат пазарот само во позитивна насока.

Еден од основните ризици што се превиде во сите овие комплексни финансиски производи е неспоредливоста на статистичките податоци кои се користеа за рангирање на финансиските производи со фактичката ситуација на настанувањето на кризата. Имено финансиските компании и рејтинг-агенциите користат математички модели кои се базираат на статистичко искуство за веројатноста од пропаѓање на пласманот. Главен проблем во ова е што при рангирањето и класификацијата на поделни транши на CDO се земаа предвид статистички искуства во периоди на бумот на пазарот кога едноставно се растеше и бројот на нефункционални пласмани беше минимален. Дури и оние лица кои се соочуваа со проблеми во отплатата на своите долгови често го рефинансираа својот долг благодарение на растот на цената на нивната хипотека и на тој начин го задржуваа статусот на редовен плаќач. Исто така најголем број на subprime кредитите се зедоа со отплата во која во првите години се плаќа само камата или мал дел од главницата, а по 2-3 години драстично растеше ануитетот, што веданш влијаеше на зголемена фреквенција на нефункционални пласмани. Кога сето ова се акумулираше во 2006 и 2007

година и бројот на нефункционални пласмани почна да еруптира, се увиде дека всушност претпоставките на кои се базираа рејтинг агенциите- беа на погрешна основа.

Професорот Eric F. Gerding дава шест подрачја на кои досегашните модели на финансиски ризик не успеаа да одговорат правилно и ажурно³⁶:

1. Бранови на нефункционални пласмани на „егзотични“ кредити кај кои истекува периодот на ниска фиксна камата, цените на недвижностите стагнираат, а должниците не можат да го рефинансираат својот долг;
2. Масивни пропаѓања на пласманите коишто продуцираат масивен пад на вредноста на хартиите од вредност издадени врз основа на овие пласмани;
3. Повратен ефект на страна на кредитирањето каде што се намалува понудата на кредити, каматите растат, се зголемува бројот на нефункционални пласмани;
4. Брза продажба (fire sale) на хипотекарно покриените хартии од вредност коишто претрпеле значително оштетување. Оваа брза продажба дополнително ја намалува нивната вредност;
5. Проблем во вреднувањето на хартиите од вредност за кои практично не постои понуда на пазарот и неадекватно издвојување на резерви за истите;
6. Со новите финансиски производи на пазарот постојат субјекти кои добиваат од ширење на паника кај кредиторите и инвеститорите, а крајно од пропаѓање на некој финансиска институција.

Грешките во правилното антиципирање се пред сè од субјективна природа имајќи го предвид фактот што човечкиот фактор ги задава варијабилите врз чија основа компјутерските модели треба да го предвидат

³⁶ Eric F. Gerding, "The Outsourcing of Financial Regulation on Risk Models", Washington Law Review, 2010 година

ризикот од определена финансиска операција или финансиски производ. Луѓето се тие кои ги создаваат, менуваат, насочуват, а понекогаш и злоупотребуваат моделите за контрола на ризиците. Технолошките иновации може да користат само кога се правилно насочени. Временските серии кои се разгледуваат треба да се доволно долги за да опфатат периоди на експанзија и рецесија вклучувајќи непредвидени шокови и амплитуди.

Финансиските текови се толку силно поврзани што погрешна проценка на ризикот на едно место носи свои консеквенции и се провлекува во целиот синџир на финансискиот пазар. Доколку погрешно се процени хипотеката при давање на определен кредит овој ризик ќе продолжи да „живее“ преку секјуритизацијата, CDO, инвеститори од целиот свет, осигурителни агенции и слично. Исто така ризикот може да се пренесе и по хоризонтална линија, како на пример, банките преземаат поголем број на куќи, се зголемува понудата, се намалува цената и повторно се зголемува бројот на преземени домови (поради неплаќање на должниците).

Во периодот пред кризата регулаторите не беа во чекор со промените во суштината на ризиците кои ги превземаат финансиските институции, а со тоа и со моделите за контрола и мерење на истите.

3.7.1. Вреднувањето по фер вредност и реалните импликации врз финансиската криза

Определен број на теоретичари една од основните причини за финансиската криза и особено нејзиното брзо ширење ја бараат во сметководствените стандарди кои ги користат финансиските институции во вреднувањето на своите средства и обврски. Согласно со сметководствените стандарди финансиските институции најголем дел од средствата ги вреднуваат по т.н фер вредност (fair value), што според US GAAP (FAS 157) претставува вредност по која определено средство може да се купи или продаде во сегашна трансакција помеѓу заинтересирани

страни. Концептот на фер вредност е спротивен на концептот на историска вредност кој се базира на тоа колкав трошок е направен во времето на стекнување на средството, без разлика на неговата моментална пазарна вредност. Динамичното економско окружување наложува да се употреби фер вредност бидејќи билансите на компаниите би биле целосно неспоредливи и несоодветни за економска анализа, особено кај оние компании кои котираат на берзите и претендираат да привлечат инвеститори.

Поентата на овие теоретичари е дека во услови на економски бум, фер вредноста овозможува „билдање“ на билансите на компаниите како резултат на порастот на цените, додека во услови на криза фер вредноста ја забрзува истата (ја поттикнува) со тоа што влијае на драстично намалување на вредноста на средствата и дерогирање на билансните позиции. Овој ефект се појавува така што при појава на негативни трендови определни компании се приморани на брза продажба на средствата (fire sale) што значително ја намалува нивната пазарна вредност. Бидејќи за овие средства веќе постои нова (намалена пазарна вредност), ова имплицира дека и останатите компании на пазарот кои имаат исти или слични средства во своите биланси да мораат да ги вреднуваат по таа цена, што дополнително ја влече вредноста надолу.

Сепак објективно гледано употребата на фер вредноста е најпрецизен инструмент за отсликување на моменталните услови на пазарот (а не историските) и за признавање на промената на фер вредноста како добивка или загуба во билансите. Кога се употребуваат пазарните цени за одредување на фер вредноста, сметководството базирано на фер вредност се нарекува mark-to-market сметководство. Дали за да се заштитат определени финансиски институции од нагло намалување на вредноста и појава на загуби треба да не се прикажат реалните вредности? Одговорот според мое гледиште е секако негативен. Ефикасноста на определен пазар е пред сè детерминирана од транспарентноста на истиот и од достапноста на сите расположливи

податоци на заинтересираните страни. Секако дека овој сметководствен принцип во услови на финансиска криза го забрзува падот на вредноста на средствата, но не постои издржано оправдување со кое нема да ја признаеме новата фактичка ситуација, колку и таа да била песимистичка. Финансиските извештаи треба да претставуваат стандартизирани форми на известување за различни субјекти коишто се базираат на овие информации за инвестициски или кредитни одлуки. Оттаму е битно финансиските информации да бидат релевантни, точни и кредибилни. Сметководството базирано на фер вредност не е опција тоа е неопходност³⁷.

Постои определена разлика во структурата на активата кај класичните комерцијални банки и инвестициските банки со тоа што најголем дел од активата кај комерцијалните банки отпаѓа на кредити и лизинг аранжмани, додека кај инвестициските банки преовладуваат т.н средства за тргување (со 33% од активата). Средствата за тргување ги сочинуваат: трезорските записи, обврзиците, хартиите од вредност, структурните производи и останатите деривати, кои се вреднуваат исклучиво по фер вредност³⁸. Средствата за тргување речиси секогаш се купуваат за да се продадат во блиска иднина и секоја промена на вредноста по која можат да се продадат во даден момент влијае позитивно или негативно на финансискиот резултат.

Со почетокот на финансиската криза и зголемениот број на нефункционални кредити, пад на цените на недвижностите, преземање на истите од страна на банките и големата понуда на пазарот, почна и падот на хипотекарно поврзаните хартии од вредност. Не само што нивната цена паѓаше, туку истата беше многу тешко да се утврди бидејќи за некои од нив не постоеше никаква понуда. Проблемот кај хеџ фондовите и

³⁷ Christian Laux, Christian Leuz, "Did Fair-Value Accounting Contribute to the Financial Crisis?", NBER working paper, 2009 година, страна 3

³⁸ Кредитите кои се главен дел од активата на комерцијалните банки се поделени на held for investment или held for sale. Кај првиот вид се користи пристапот на историска вредност која е составена од остатокот од главницата намалена за определено оштетување (impairment), додека кај вториот вид се користи пристапот на пониска вредност од историската и фер вредноста. Историска вредност се користи и за сите должнички хартии од вредност кои се купуваат не за да се продадат тука да се чуваат во билансот до нивното достасување.

инвестициските банки е тоа што истите се финансираат во најголем дел со краткорочни средства (најчесто на репро пазарот) и не можат да чекаат да се зголеми вредноста на определено средство за потоа да го продадат. Напротив, за да ги измират своите обврски тие се принудени на брза продажба што дополнително ја намалува вредноста и креира загуби.

Сметководственото водење на средствата по фер вредност за време на кризата не само што не ја намали соодветно вредноста на средствата, туку постојат и евидентни докази дека фер вредноста за време на кризата кај најголемите инвестициски банки и фондови била поголема од реалната вредност (преценети). На пример, Merrill Lynch продаде 30,6 милијарди усд вредни CDO составени од хипотекарни кредити за 22 центи по 1 усд. Загубата значеше дека во моментот на продажба, сметководствената вредност на средствата беше далеку повисока од реалната излезна цена на пазарот³⁹.

Доколку се земат во предвид познатите информации за проблемите кај хипотекарните кредити, особено subprime кредитите, тешко е да се поверува дека инвеститорите немаше да бидат загрижени за банкриските холдинг компании доколку тие и не ги презентираа позициите според фер вредност⁴⁰. Значи не формата, туку суштината беше проблематична.

3.8. УЛОГАТА НА FANNIE MAE И FREDDIE MAC

Со настанувањето на големата финансиска криза различни видови на финансиски институции беа погодени од кризата, а голем дел беа и директни учесници во настанувањето на истата (предизвикувачи). *Fannie Mae* и *Freddie Mac* се финансиски институции за кои многу помалку се знае (од на пример AIG или Bank of America), но кои се далку поодговорни и подлабоко инволвирани во трансакции кои доведоа до оваа ситуација.

³⁹ Поопширно види Keoun и Harper, 2008 година

⁴⁰ Christian Laux, Christian Leuz, "Did Fair-Value Accounting Contribute to the Financial Crisis?", NBER working paper, 2009 година, страна 16

Овие две финансиски институции имаат статус на т.н владино спонзорирани компании (government sponsored enterprises-GSE) што не значи дека се раководени или основани од страна на федералните власти. Нивната активност е поттикната и поддржана од државата, но сопственоста и раководењето останува во приватни раце. За разлика од останатите приватни финансиски компании овие две имаат привилегија на пристап до евтини средства од Трезорот на САД, не подлежат на локално одданочување и комисијата за хартии од вредност нема надлежност за контрола на нивните активности. Нивното настанување датира од големата депресија, кога државата бараше начини да се стимулира кредитирањето од страна на банките за зголемување на приватната потрошувачка. Иако Fannie Mae првично е основана од страна на државата сепак од 1968 година преминува во приватни раце како акционерско друштво. За да не се создаде приватен монопол на хипотекарниот пазар во 1970 година основана е и Freddie Mac.

Основана цел и активност на овие две компании е да откупуваат сет (портфолио) на хипотекарни кредити од примарните даватели и потоа истите како хартија од вредност (mortgage backed securities-MBS) да ги продаваат на секундарниот пазар на заинтересирани инвеститори. На овој начин континуирано се зголемуваше сумата на расположливи средства (ликвидноста) за кредитирање на населението. Овие хартии од вредност беа гарантирани од двете институции без разлика на квалитетот на сервисирање на обврските од корисниците на кредити. Растот на двете компании во последните три декаде беше фуриозен. Во секоја изборна кампања донациите на двете компании беа едни од најголемите (многи повеќе насочени кон кандидатите на демократите).

Рејтинг- агенциите хартиите од вредност издадени од Fannie Mae и Freddie Mac ги рангираа со највисоки оценки, на ранг на државни хартии од вредност што ги правеше нискоризични, а високо ликвидни. Огромен број на инвеститори од Далечниот Исток преку богатиот со нафта Арапски свет, па сè до западноевропските земји во овие хартии од вредност гледаа

одлична можност за нискоризична инвестиција. Самиот статус на „државно спонзорирани друштва“ доведуваше до заблуда на пазарот на капитал дека државата ги гарантира нивните обврски. Моделот беше базиран на способноста на инвеститорите да гледаат преку една илузија, а се движеше напред преку верување во друга илузија⁴¹. (јасно алудирајќи на поврзаноста на државата со овие компании) На почеток на 2008 година овие две институции сочинуваа една половина од над 10 трилиони долари вредниот пазар на хипотекарни кредити во САД, што јасно покажуваше кој ќе биде прв на удар. Веднаш настана тотално парализирање на тргувањето со хартиите од вредност од Fannie Mae и Freddie Mac, истите се замрзнаа, а со тоа се замрзна крвотокот на пазарот на хипотекарни кредити. Никој реално не можеше да ја определи пазарната вредност (оштетена) на овие финансиски инструменти, ниту се имаше точна претстава кој во моментот на исклучително развиениот пазар ги поседува во своите биланси овие хартии од вредност.

Само за една година од првите знаци на кризата, акциите на Fannie Mae и Freddie Mac се соочија со пад од речиси 90% на нивната пазарна вредност. Трезорот на САД и ФЕД воопшто не ни размислуваа дали да интервенираат во двете компании. Тоа мораше да се случи, единствено моделот кој би се употребил во таа активност беше тема на дискусија. Позицијата и значењето на двете институции на пазарот на хипотекарни кредити значеше дека евентуален нивен крах ќе значи пад на комплетниот хипотекарен пазар. Секогаш треба да се има предвид дека крајните инвеститори (иматели) на хартиите од вредност на Fannie Mae и Freddie Mac покрај домашни лица се и широка лепеза на меѓународни инвеститори, со што се доведува под ризик глобалниот финансиски пазар.

Пред да се преземат директни стимулативни акции федералните власти ја преземаа контролата над двете институции (conservatorship) што јасно му да даде сигнал на пазарот дека нема да се дозволи пад на Fannie Mae и Freddie Mac. Следеа експанзивни директни финансиски интервенции

⁴¹ The Economist, "Fannie Mae and Freddie Mac: End of Illusions", јули, 2008 година

по неколку линии: докапитализација, неограничен фонд на средства за позајмување во крајна инстанца и откуп на замрзнатите хартии од вредност кои преминаа во билансите на ФЕД .

На денот на преземање на контролата од страна на федералните власти двете компании имаа позитивна нето-вредност односно нивните средства ги надминуваа обврските. Сепак погоре споменав дека и овој податок не може да се земе со сигурност затоа што беше речиси невозможно да се утврди реалната вредност на дел од средствата во активата. Сепак вкупните средства во однос на капиталот на Fannie Mae беше во однос 20:1, додека на Freddie Mac изнесуваше 70:1. Покрај неповолната адекватност на капиталот, основен проблем беше влошената ликвидност односно неможност да се одговори на тековните обврски.

Спасувањето на Fannie Mae и Freddie Mac преку Трезорот на САД и ФЕД е најголемиот „bailout“ во историјата на глобалниот финансиски систем. По три години од првите интервенции на федералните власти може да се заклучи дека сепак акцијата била добро координирана и неопходна во дадениот момент. Хипотекарниот пазар полаку се врати во некои нормални рамки. Прашањето што се поставува во овој момент е како државата ќе излезе од инвестициите во Fannie Mae и Freddie Mac без посериозни последици за даночните обврзници бидејќи за разлика од В.Британија, САД во ниту еден момент не употреби класична национализација на приватните институции. Ова во голем дел ќе зависи и од движењето на монетраните агрегати, односно од потребата во даден момент ФЕД да ја намали огромната ликвидност инјектирана на пазарот.

Од оваа неуспешна финансиска приказна би извлекол еден (од многуте) заклучоци: ***Полошо од државна компанија на финансискиот пазар може да дејствува само квази-државна, каде што нема цврсто разграничување на приватниот интерес за профит и јавниот интерес за поттикнување на економски развој.*** Ваков вид на правна регулираност на определени друштва (government sponsored enterprises) етаблира некој приватен субјект во поповолна конкурентска позиција на

пазарот, додека на потенцијалните надворешни инвеститори им дава замаглена слика за правата и обврските на државата врз таа компанија.

3.9. ШИРЕЊЕ НА КРИЗАТА СО НЕПРЕДВИДЛИВА БРЗИНА И ГОЛЕМИНА

Дали знаат дека доаѓа Хенк? Претседателе, ќе дејствуваме бргу и ќе ги изненадиме. Првиот звук што ќе го слушнат ќе биде удирањето на нивните глави од подот....

Henry Paulson-претседателот Bush (04.09.2008)⁴²

3.9.1. Финансискиот пазар целосно парализиран

Иако настанот на преземање на Freddie Mac и Fannie Mae не може да се третира како фактички почеток на кризата, бидејќи таа веќе беше видлива месеци порано, сепак го одбрав овој настан како прв знак дека на повидок е проблем со несогледливи размери и импликации на целиот систем.

Финансиската криза од 2007 година не е еден единствен настан, туку серија на настани и кризи кои силно го загрозија финансискиот систем и целокупната економија. Проблем во една област од финансискиот пазар водеше кон проблем во останатите области преку интерконекцијата и ранливоста на системот која што регулаторите и банкарите не ја видеоа.

Првите сигнали дека кризата е сериозна и дека се заканува на целиот финансиски систем беа уште на почетокот на 2007 година. Првичните сигнали не беа сериозно сфатени од страна на федералните власти, односно ставот беше дека се ќе заврши со банкрот на неколку хипотекарни кредитори кои нема да го загрозат системот во целост. Во 2007 година стапката на невработеност беше релативно стабилна на ниво од 4,5%, но цената на нафтата и висината на каматните стапки драстично растеа. ФЕД

⁴² Цитатот е превземен од делото на Henry Paulson "On the Brink-Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System" и се однесува на разговор помеѓу тогашниот Секретар за финансии и Претседателот на САД за планот за превземање на Freddie Mac и Fannie Mae

уверуваше дека импактот на целата економија и финансиските пазари на настанатите проблеми на хипотекарниот пазар ќе бидат ограничени⁴³.

Веќе во средината на истата година беше јасно дека пазарот на недвижности е под сериозен стрес, главно манифестиран преку стрмен пад на цените. Ова со себе повлече ланец на последици, а најзагрозени беа тие што купија дом само пред неколку месеци или години. Од 2006 до 2009 година имаше нешто повеќе од 5,5 милиони преземени домови од страна на кредиторите од кои половина беа subprime кредити⁴⁴.

Падот на цените на домовите во речиси сите големи метрополи на САД во период од 2007 до 2008 година изнесуваше 5-20%. Овој тренд е речиси низ целата држава со варијации на процентот, но со иста линија на движење (надолна). Како што споменав погоре во трудот најголем пад има во Калифорнија (Лос Анџелес, Сан Диего), Невада (Лас Вегас) и Флорида (Мајами, Тампа). Всушност најголем пад има таму каде што имаше најголем раст пред кризата, односно таму каде што балонот беше најмогу надуван. Само во овој период (2007-2008) цените на домовите во Лас Вегас паднаа за 19,3%, во Лос Анџелес за 16,5%, во Мајами за 19,3% итн. Порезистентни на кризата беа градовите од централниот дел на САД како Денвер, Далас, Портланд, Шарлот и слично. Просечниот пад на цените на национално ниво е 11%⁴⁵.

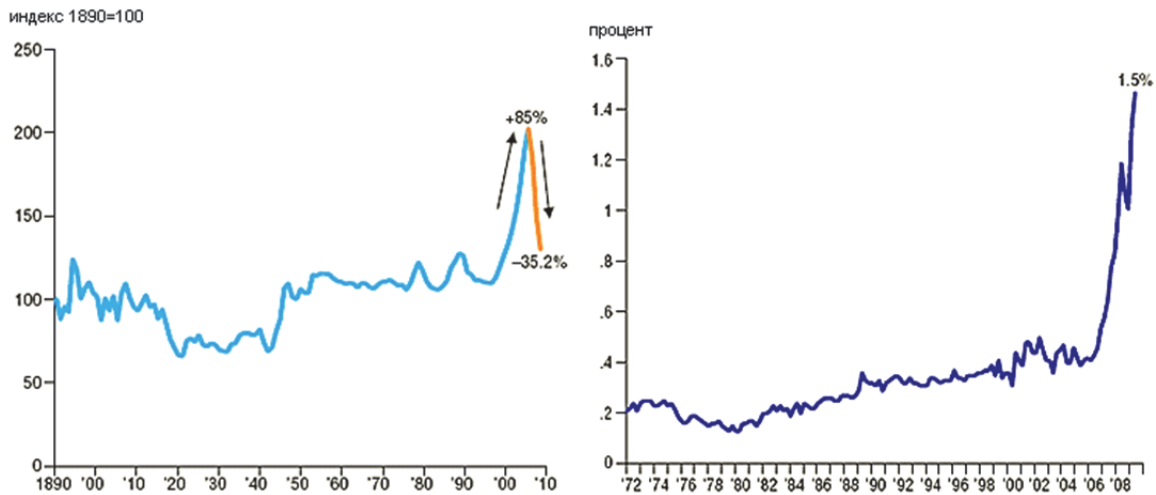
Најголемиот удар на финансиската криза започнува во август 2007 година кога проблемите на пазарот на недвижности се префрлаа на Wall Street. Одеднаш се замрзнуваат сите канали на ликвидност, бидејќи никој не беше сигурен кој во моментот ги поседува токсичните хартии од вредност издадени врз база на хипотекарните кредити. Падот на хипотекарниот пазар предизвикува недостаток на ликвидни средства и кредитирањето практично застана. Финансискиот пазар и целокупната економија беа на ивица од тотален колапс.

⁴³ Изјава на Ben Bernanke, Март 2007 година

⁴⁴ James R.Barth, Tong Li, Lu Wenling, Glen H.Yago, "The Financial Crisis: How Did We Get Here and Where We Go Next?" working paper, 2010 година

⁴⁵ Извор CNN Money

Графикон 6: Движење на цените на станбени објекти и стапка на извршување



Извор: www.census.gov/housing, www.federalreserve.gov/econresdata

Цените на недвижностите почнуваат да паѓаат во првата половина на 2007 година, иако факт е дека на почетокот малкумина претпоставуваа дека кризата на хипотекарниот пазар толку директно ќе се прелее на целиот финансиски систем. Како што може да се види од графиконот некаде од 2000 година, па сè до почетокот на кризата цените на домовите пораснаа за 85%, што е незабележан нагорен тренд во американската економија. Како резултат на затегнувањето на кредитните услови и падот на цените на недвижностите стапката на деликвенција (неплаќање) драстично се зголеми. Првите сигнали за зголем број на преземени хипотеки се јавува во последниот квартал на 2006 година⁴⁶.

Ова дополнително ги притисна цените во надолна линија. Најголем удар претрпеа хипотекарните кредити со променлива (варијабилна) каматна стапка како и subprime и Alt-A кредитите кои всушност и го направија најголемиот притисок на страна на побарувачката во периодот пред кризата. Сите овие настани едноставно претставуваа предуслови како од учебник за појава на хипотекарна и финансиска криза.

⁴⁶ Прогнозата на Zelman & Associates (агенција за истражување на пазарот на станбени објекти) е дека до 2012 година бројот на семејства кои ќе преминат во нефункционален статус ќе достигне 10,7 милиони од кои 6,5 милиони ќе го изгубат својот дом

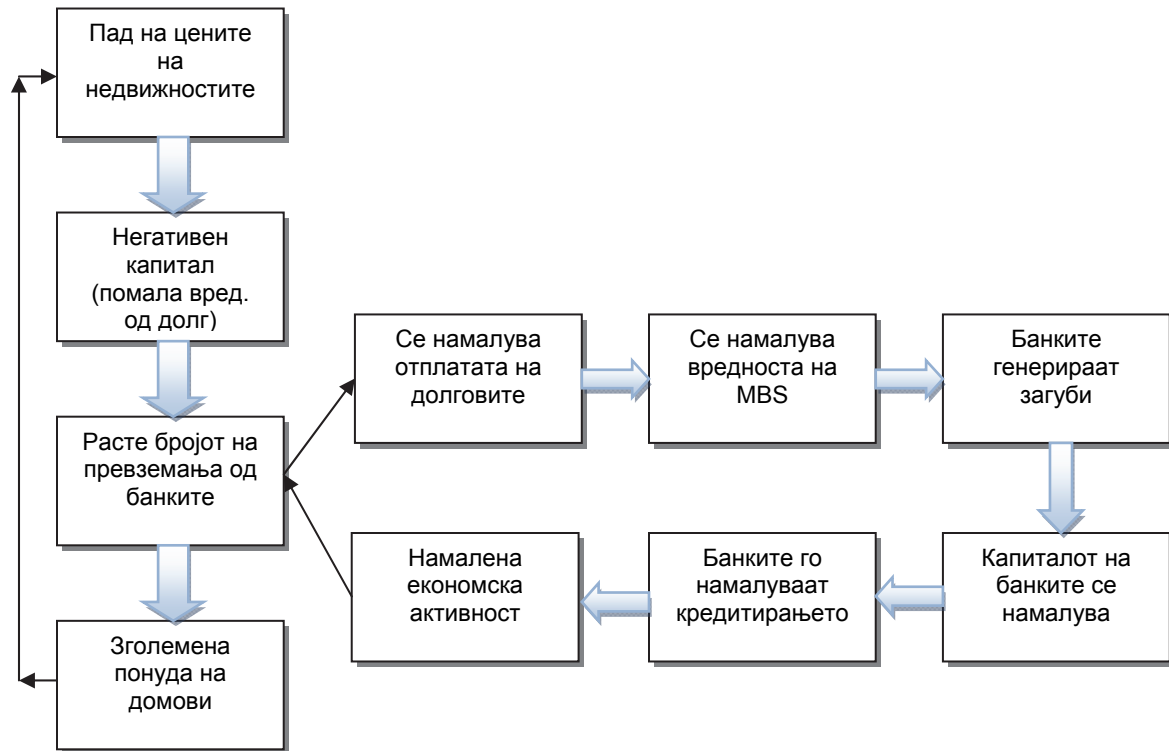
Сите финансиски институции зависат од позајмени пари и од довербата што ја имаат позајмувачите. Доколку позајмувачите станат нервозни во врска со способноста на банката да ги исполни своите обврски, тие можат да одбијат да позајмуваат дополнително или пак да бараат дополнителен колатерал. Доколку сите тоа го направат во еден момент финансискиот систем би застанал во моментот без да биде во можност да нуди кредити за компаниите и населението. Економската активност ќе влезе во рецесија со тенденција кон целосен колапс⁴⁷. Токму тоа и се случи. Се случи бргу, над сите песимистички очекувања и најважно од сè, ги фати регулаторите и Владата неспремни.

Финансискиот ланец најпрво се прекина за хипотекарните кредитори бидејќи нивните позајмувачи станаа скептични за перформансите на овие компании и реалната вредност на нивната актива. Овие институции главно се базираа на краткорочни позајмувања преку репро-пазарот и корпоративните обврзници. Средствата коишто ги нудеа хипотекарните кредитори како колатерал повеќе не беа атрактивни и доволно сигурни за репро-трансакции, додека банките и инвеститорите во нивните корпоративни обврзници беа песимисти за финансиската кондиција на овие компании.

Настаните се одвиваа како на филмска лента и секој настан беше во негативна насока. Додека се спремаше одговор на еден проблем од страна на надлежните органи, настануваше друг. Пазарот на недвижности каде што започна целата приказна никако не можеше да ја смени насоката. Големиот број на домови, намалената куповна моќ, стопирањето на кредитите и општиот песимизам ги уриваа цените на недвижностите, и колку и да беа тие ниски побарувачка за истите не постоеше. Од друга страна намалувањето на цените ги обесхрабри сопствениците воопшто да продолжат со плаќањето на ануитетите, увидувајќи дека живеат во кука која вреди помалку отколку кредитот што го отплаќаа.

⁴⁷ Henry M. Paulson, "On the Brink-Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System", New York, 2010 година, страна 98

Слика 6:Хипотекарна криза, финансиски и економски импликации



Во април 2007 година се случува и првиот банкрот на голема финансиска институција. Третиот најголем subprime кредитор *New Century* банкротира. Во септември истата година кризата се проширува во В.Британија каде што Northern Rock се соочува со огромни проблеми и недоверба од страна на инвеститорите што подоцна доведува до национализација на истата. Во февруари 2008 година претседателот Bush го потпишува првиот пакет на стимулации од 152 билиони усд, но само еден месец подоцна на удар е Bear Sterns. Со интервенција на ФЕД и Секретаријатот за финансии J.P Morgan го купува Bear Sterns за само 2 усд по акција. Ланецот продолжува со проблеми во речиси сите финансиски институции (подетално подолу во трудот).

Во целиот овој период ФЕД и Секретаријатот за финансии носат одлуки и мерки преку ноќ да би ги пресретнале настаните и ублажиле последиците, но тие секогаш беа чекор зад развојот на кризата. ФЕД

неколку пати ја намалува основната каматна стапка која достигнува историско најниско ниво од под 1%, но движењето на средства никако да се зголеми. Основниот проблем не е немањето на пари, туку немањето на доверба за да можат тие пари да се движат низ финансискиот систем.

*Во суштина финансиите се игра на доверба. Пазарот функционира се додека луѓето веруваат во него*⁴⁸.

3.9.2. Прелевање на финансиската криза на реалната економија

Овој процес многу бргу се пренесе во реалната економија. Голем дел од планираните инвестициски вложувања запреа или како недостаток на средства или како недостаток на оптимизам на пазарот. Приватната потрошувачка драстично се контрахира затоа што голем дел од потрошувачката во САД зависи од кредитирањето на населението. Поради општата неактивност на стопанството почнаа голем број на отпуштања и пад на вработеноста што дополнително ја намали и така ограничената потрошувачка. Финансискиот сектор којшто беше и главното жариште на кризата изгуби најмногу работни места. Во 2007 година финансискиот сектор загуби 128 000 работно места, додека во 2008 година загуби 273 000 работно места. Невработеноста во САД достигна 10% што е на слично рамниште да речеме со Русија, Чиле, Египет, Аргентина. Верувам дека ќе се согласите со констатацијата дека ова не е најсоодветно друштво за најсилната светска економија. Вкупно 5 милиони работни места се изгубија само во периодот од 2007 до 2009 година.

*Мислам дека ќе биде прилично лошо, дали ќе почне во 2007 или 2008 година е неважно. Важно е што нема да трае неколку квартали туку ќе трае неколку години. Земја што се базира на потрошувачка и позајмување мора да влезе во рецесија, за да се корегира инбалансот. Наместо да се противиме рецесијата треба да ја охрабриме*⁴⁹. Овој цитат

⁴⁸ Fareed Zakaria, изјава на CNN-GPS, 2009 година

⁴⁹ Изјава на Peter Schiff (CEO на Euro Pacific Capital), дадена во 2006 година

е преземен од 2006 година и е многу едноставна и прецизна дијагноза на тоа што се случи подоцна. Колку и оваа изјава тогаш да изгледаше премногу песимистичка, сепак ја одразува суштината на пазарна економија во која потрошувачката сочинува 70% од економијата.

Паниката и несигурноста на финансискиот систем ја одведе американската и глобалната економија во една од најголемите рецесии која што ја паметат генерации наназад. Замрзнувањето на кредитирањето всушност значеше замрзување на целата економија, која во претходните години се базираше исклучиво на оптимистички очекувања.

Bernanke во февруари 2008 година ги дава првите официјални сигнали дека комплетната економија е загрозувана базирајќи се на состојбата со растот, вработеноста и инвестициите. Економијата ослабна во последниот период и се очекува послаби перформанси во 2008 година⁵⁰. Последниот квартал од 2008 година и првиот квартал од 2009 година аутпутот на добра и услуги во американската економинја падна за скоро 6% (на годишно ниво) во споредба со истиот период претходната година. Најголеми губитници беа тие што всушност го носеа растот сите овие години преку потрошувачката, односно средната и средно-висока класа.

Падот на доларот во овој период ја подобри конкурентската позиција на американските извозници, но силно ја поскапува увозната потрошувачка што дополнително влијаеше на ослабнувањето на главниот мотор на американската економија-потрошувачката.

Сите глобално важни и влијателни институции (Светска Банка, ММФ, ФЕД, Европска Комисија, Централната Банка на Англија) кон крајот на 2008 година дадоа песимистички проценки за глобалниот економски развој што дополнително ја стабилизираше негативната перцепција на пазарот и ги замрзна инвестициите⁵¹.

⁵⁰ Изјава на Ben Bernanke после седница на FOMC, февруари, 2008 година

⁵¹ Европската Комисија проектираше минимален раст во Еврозоната од само 0,1% во 2009 година, со очекување за негативен предзнак во САД (-1%). ММФ во истиот овој период предвиде негативен раст во развиените земји во 2009 година од -0,3%.

Берзта во САД почнаа драматично да паѓа, а со тоа и милијарди долари исчезнаа. Само на 29 септември 2008 година по банкротството на Lehman Brother и Washington Mutual, Dow Jones Industrial губи 777,68 базични поени што представува најголем еднодневен пазарен губиток до тогаш. Овој тренд се пренесува на сите светски берзи. Целокупната економија всушност се базира на ефикасен проток на пари и капитал. Кога тие ќе застанат застанува економијата.

Графикон 7: Движење на три берзантски индекси во САД (2007-2011)



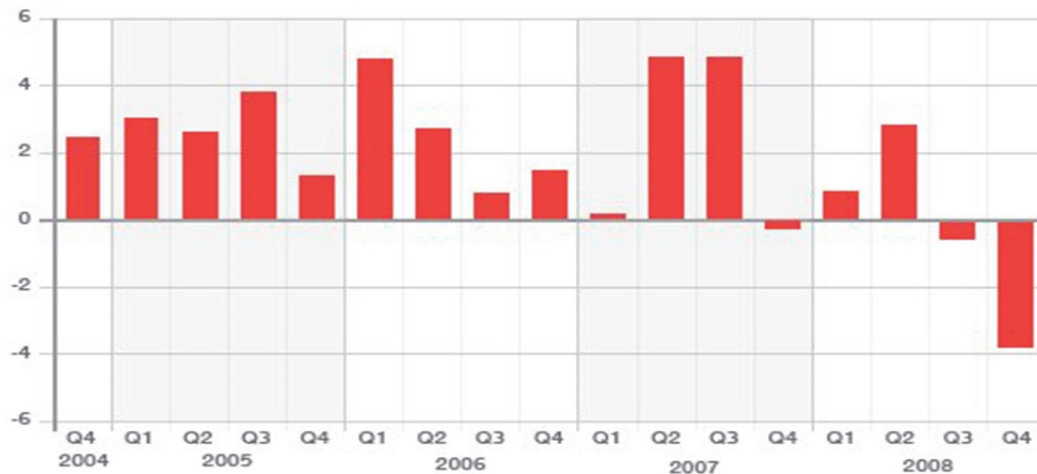
Извор: NYSE, Секретаријат за финансии на САД (www.treasury.gov/resource-center)

Секојдневно се поставуваше најдолна граница на берзантските индекси за која се мислеше дека не може да се надмине, но веднаш наредниот ден оваа граница одеше уште подолу. Во месец март 2009 година Dow Jones паѓа под 7 000 што е пад за пола од вредноста којашто ја имаше овој индекс само пред една и половина година. Оваа вредност е приближно иста со таа од 1997 година.

Во САД како резултат на кризата се случи најстрмниот пад на цените на акциите на берзите како и цените на домовите од 1930 година што ја одведе американската економија во пролонгирана длабока рецесија. Вкупната пазарна вредност на сите јавни компании кои котираа на берзата во САД се намали за близу 10 трилиони усд од октомври 2007 година до февруари 2009 година. Од друга страна вредноста на домовите од 2006 година кога почнаа првите сигнали на пад на цените до крајот на 2008

година паднаа вкупно 6 трилиони усд. Овие движења неминовно се одразија на општествениот производ кој доживеа најголем пад во последниот квартал на 2008 година и првиот квартал во 2009 година (графикон 5).

Графикон 8: Движење на БДП во САД од 2004-2008 година



Извор: Секретаријат за финансии на САД (www.treasury.gov/resource-center)

Можеби најсликовито импликациите на финансиската криза врз целокупната економија може да се доловат преку гласините кои се појавија на пазарот веднаш по пропаѓањето на Lehman Brothers дека Mc Donalds нема да биде во можност да ги исплати своите вработени наредната недела затоа што Bank of America нема да биде во можност да ги „сврти“ своите побарувања од оваа компанија, односно нема да продолжи со кредитирањето на Mc Donalds. И детето што јаде бургер е поврзан со финансиската криза⁵².

Колапсот на кредитниот пазар се почувствува на глобалниот пазар, најмогу кај земјите кои имаа директни релации со финансискиот систем на САД што резултираше со пад на вредноста на средствата и акциите на голем број на компании. Во 2009 година светската економија влегува со сериозна рецесија, но широкиот спектар на акции од страна на владите на

⁵² Andrew Ross Sorkin, автор на делото "To Big To Fall"

најразвиените земји најверојатно спречи тотален крах. Сепак постојат дивергентни мислења за тоа дали воопшто или пак во која мера владините акции помогнаа во надминувањето на кризата. Угледниот американски економист John Taylor (2009) тврди дека обидот за стимулирање на пазарот преку силни владини интервенции дополнително создава паника на пазарот и ја влошува финансиската стабилност. Поентата на козервативните десноориентирани економисти е дека нема ефект да ја зголемите побарувачката поттикната од страна на државата со тоа што тоа го правите од повторни задолжувања. Дискусиите на ова подрачје ќе ги оставиме за подолу во трудот.

На прв поглед збунува фактот што цената на недвижностите во САД почна на паѓа далеку пред намалувањето на општата економска активност во земјата. Пазарната логика би била поради намален аутпут, вработеност, продуктивност или пак фискална и монетарна контракција да почне да се намалува побарувачката на домови и пад на нивната вредност. Растот на цените на пазарот на недвижности не беше случај само во САД туку овој тренд беше во целиот развиен свет. Зошто тогаш и останатите земји не се соочија со ваков шок на пазарот (секако дека се соочија подоцна, но како резултат на прелевањето на кризата и намалувањето на економската активност)? Причината лежи токму во фактот што во САД долгот по основа на хипотекарни кредити на поединечна или агрегатна основа неретко ја надминуваше вредноста на домовите. Ова ги прави многупоранливи и на мали пазарни турбуленции во негативна насока. Од друга страна останатите развиени земји немаа доволно софистицирани финансиски производи кои би претставувале системски ризик за нивните земји како што беше случајот во САД.

Кризата силно ги погоди и источноевропските земји пред се Латвија, Естонија, Романија и сл. Македонија беше индиректа жртва главно преку намалената извозна побарувачка за домашните производи. Банкарскиот систем во овој период остана стабилен што ја заштити економијата од посилни дисторзии.

4. УЛОГАТА НА ГОЛЕМИТЕ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ ВО КРИЗАТА

4.1. ГОЛЕМИТЕ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ ВО ЦЕНТАРОТ НА ФИНАНСИСКАТА КРИЗА

Во последните неколку декаде сведоци сме на континуиран раст на финансиските институции и профитабилноста далеку над просечниот раст во останатите индустрии. Доколку ги погледнеме релевантните ранг- листи на најуспешни компании (*Fortune*, *Forbes*) во последните 20 години ќе забележиме континуиран раст на финансиските институции и нивна доминација во однос на останатите сектори, пред сè нафтената индустрија, телокомуникациите, информатичката технологија и останатите високопрофитабилни дејности кои до тогаш го имаа приматот на носители на растот. Олабавувањето на финансиската регулатива овозможи класичните банкарски институции кои беа едноставни посредници на штедењето и инвестициите да преминат во комплексни финансиски конгломерати со диферзифициран сет на услуги кои допираат до секој „агол“ на економијата.

Факт е дека владите на развиените земји го стимулираа растот на финансиските конгломерати преку голем број на регулаторни одлеснувања на домашни и меѓународни спојувања помеѓу комерцијални и инвестициони банки од целиот свет. На овој начин се создадоа неколку огромни финансиски институции кои доминираа на пазарот на издавање на хартии од вредност, синдицирано кредитирање, секјуритизација, CDO, консалтинг и посредување. Голема промена кај овие институции внесе новиот модел на кредитирање за понатамошна дистрибуција кој внесе голема динамика и ставање на квантитетот над квалитетот. Големите финансиски институции ја користеа OTD стратегијата за максимизирање на нивниот приход по основа на провизии, намалување на нивните капитални трошоци и трансферирање на ризикот поврзан со секјуритизирани кредити и

останатите финансиско-структурни производи⁵³. Бидејќи сите финансиски институции почнаа да го применуваат овој модел на работење нивниот агрегиран ликвидносен, кредитен и пазарен ризик доведе до огромен системски ризик на глобално ниво.

Банкарскиот акт од 1933 година познат како Glass-Steagall Act, цврсто ги оддели комерцијалните банки од пазарот на хартии од вредност и останатите дејности карактеристични за инвестициското банкраство. Но желбата за профит и политички апетит за економска и финансиска доминација со тек на годините правеше низа на „дупки“ во овој акт кои овозможија креирање на универзални банки во кои се концентрирани огромен број на дејности со различно ниво на ризик. Така почнаа да се создаваат финансиски конгломерати кои го движеа системот, но кои истовремено преставуваа голем системски ризик за истиот.

Финансиските конгломерати беа главниот мотор на кредитниот бум пред кризата. Нивната улога на секундарниот пазар преку пакувањето на поединечни кредити и нивна продажба како хартии од вредност овозможи огромна ликвидност на пазарот. Големата понудата на пари драстично ги намали банкарските стандарди при одобрувањето на кредити со што почна да се зголемува волуменот на кредити кои беа дадени на помалку кредитноспособни лица (subprime). Во 2006 година повеќе од четири петтини од nonprime кредитите беа дел од хипотекарни хартии од вредност кои циркулираа на пазарот. Како што растеше процентот на секјуритизација на непримарните кредити така кредитните критериуми се намалуваа, а кредитирањето се зголемуваше.

Иако од денешна гледна точка има многу сигнали дека менџерите на најголемите светски финансиски компании беа свесни дека овој просперитет не може да е вечен, односно сè има свој врв по кој нема погоре, сепак истите агресивно продолжуваа по патот кој им носеше огромни моментални бенефити. Илустративен показател за ова е

⁵³ Arthur E. Wilmarth, Jr., "Why Financial Conglomerates Are at the Centre of the Financial Crisis", објавено во "Lessons From the Financial Crisis", Kolb Series of Finance, страна 2

интервјуто на Chuck Prince тогашниот CEO на Citigroup за Financial Times во јули 2007 година кога вели: *Кога музиката ќе престане (алудирајќи на ликвидноста), работите ќе станат комплицирани. Но, додека музиката свири мора да станеш и да играш. Ние сè уште играме*⁵⁴.

За жал секое чудо секогаш има свој крај. Проблемот кај големите финансиски институции е тоа што не сакаа да го антиципираат крајот на огромните профити, а со тоа да се прилагодат на нормални пазарни услови во кои финансискиот сектор би заработувал во согласност со вложениот труд и вообичаените профитни маржи во останатите сектори. Токму затоа кризата ги затече неспремни, сè уште еуфорични и недоволно реални во погледите и првичните акции.

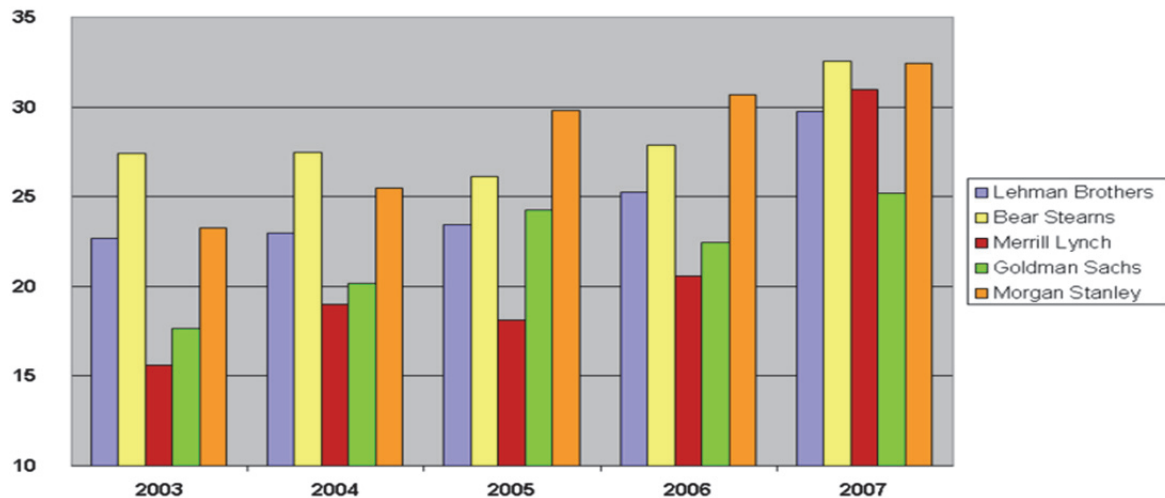
Главниот фокус на финансиската криза беше врз петте најголеми инвестициски банки во САД: Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers и Bear Sterns. Само две од овие пет компании ја преживеаја кризата како самостојни ентитети (Goldman и Morgan). Овие огромни финансиски институции заедно вработуваа стотици илјади луѓе, имаа филијали низ целиот свет и се базираа на позајмени пари на отворениот пазар. Ниту една од нив не е депозитарна институција. Во време на кризата Goldman и Morgan го променија својот статус во банкарска холдинг-компанија што им овозможи пристап до средствата на ФЕД, што беше еден од клучните предуслови за нивниот опстанок, но и посилна регулатива од надлежните органи.

Нивната конекција со најголемите играчи на глобално ниво како и информациите со кои располагаа ги ставаше во надредена позиција и во улога на „некој што знае сè и има решени за сè“. Сите најголеми спојувања и аквизиции се одвиваа под советодавна улога на инвестициските банки кои вршејќи ја оваа функција имаа достап до информации како никој друг на пазарот вклучувајќи ги и регулаторите. Континуирано работеа на модерен финансиски инженеринг со цел креирање на нови производи за „гладниот“

⁵⁴ Интервју на Chuck Prince за FT Business, јули, 2007 година

финански пазар. Овие производи веднаш се копираа од страна на конкуренцијата и се ширеа со огромна брзина на пазарот.

Графикон 9: Левериџ ратио кај 5-те најголеми инвестициски банки (вкупните обврски во сооднос со акционерскиот капитал)



Извор: Годишни извештаи на компаниите (ојавено од SEC)

Графиконот илустративно го дава показателот за левериџ на 5-те најголеми инвестициски банки во САД пред кризата (leverage ratio) од 2003 година до 2007 година. Може да се забележи драстичен пораст на вкупните обврски во однос на сопствениот капитал за само четири години. На пример коефициентот на левериџ кај Merrill Lynch од близу 16 во 2003 година достигнува преку 30 во 2007 година односно за само четири години се дуплира. Јавна тајна е дека инвестициските банки на крајот на секој квартал продаваа определни средства во билансот, коишто за само краток временски период повторно ги купуваа и на тој начин на пресечните датуми кои беа предмет на јавно известување имаа помал левериџ. Како пример во завршната сметка на Bear Stearns во 2007 година е констатирано дека билансот на крајот на 2007 година е за 12% помал од просечниот биланс на крај на секој месец во тековната година⁵⁵. Поентата е дека најверојатно реалната слика била уште полоша.

⁵⁵ Официјален извештај на Bear Stearns (10-K образец)

Од друга страна приходите на инвестициските банки растеа паралелно со растот на левериџот во истиот овој период. Ова навидум значеше дека инвестициските банки успешно го менаџираа огромниот долг врз база на позајмени пари во однос на сопствениот капитал, но истовремено ги направи многу ранливи на мали потреси на пазарот во негативна насока, особено од аспект на ликвидност и паника на инвеститорите. Филозофијата на инвестициските банки беше дека истите се сервис на клиентите и дека нивниот бизнис треба да се базира на брз проток на средства и услуги, а не на задржување на константно портфолио во своите биланси (moving business).

Од започнувањето на финансиската криза во 2007 година, банките и осигурителните компании низ целиот свет акумулираа загуби од 1,1 трилион усд. Седумнаесет големи универзални банки беа одговорни за повеќе од половина од овие загуби, а девет од нив пропаднаа, беа национализирани или беа под некаков вид на владина помош⁵⁶.

И покрај тоа што како последица на финансиската криза голем број на финансиски компании отидоа во историја, сепак не се намали значењето на големите финансиски конгломерати, напротив, нивната улога и значење се продлабочи преку окрупнувањето на тие што преживеаја.

4.2. BEAR STEARNS

Пропаѓањето на Bear Stearns во март, 2008 година е класична приказна за банкарска паника поттикната од брзо ширење на лоши информации. Само една недела пред пропаѓањето целокупниот менаџмент ја убедуваше јавноста дека компанијата е ликвидна и доволно силна да ги издржи загубите на пазарот на недвижности. Компанијата е основана во 1923 година и интересен е податокот дека големата криза на Wall Street од

⁵⁶ Arthur E. Wilmarth, Jr., "The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis", working paper, abstract. Авторот во седумнаесет најголеми финансиски институции го вбројува: Bank of America, JP Morgan, Citigroup, Wachovia, Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Barclays, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC, Royal Bank of Scotland, Societe Generale, UBS и AIG.

1929 година ја пребродува без да отпушти ниту еден вработен. Од тогаш почнува градењето на една од најголемите финансиски институции во САД.

Суштината на пропаѓањето на Bear Stearns лежи во двата хеџ фонда под нивна контрола: *High-Grade Structured Credit Fund* и *High-Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund*. Овие два фонда имаа огромна изложеност кон хипотекарниот пазар преку CDO во своето портфолио. Истите не само што инвестираа во CDO, туку и во услови на исполнување на своите интерни лимити за инвестирање ги репакуваа овие производи во нови CDO и ги продаваа на пазарот. Во исто време делуваа и како инвеститори и како креатори на хипотекарно поврзани производи.

Овие хартии од вредност беа од исклучителна важност затоа што истите се користеа како колатерал во корист на позајмувачите на фондовите. Секако дека во услови на нарушена ликвидност фондовите можеа да ги продадат овие средства, но по која цена? Доколку се продадат по цена пониска од таа по која се вреднувани во билансите тоа автоматски повлекува „признавање“ на пониска вредност со што ќе се оправдаат барањата на репро-кредиторите за поголем колатерал.

Овие два, како и во суштина сите хеџ фондови во најголем дел се финансираат со репро-трансакции. Проблемот кај овој начин на прибирање на средства е што трансакциите мора да се обновуваат континуирано и структурата на изворот на средства не соодветствува секогаш со структурата на активната страна на билансот особено во делот на роковите на достасување. Или од друга страна условите под кои денес се позајмуваат средствата може значително да се разликуваат утре и сигнификантно да се наруши планираниот трошок на капиталот. *Репро-пазарот функционираше добро се додека еден ден едноставно престана да функционира*⁵⁷.

Големите финансиски институции вклучувајќи ја и Bear Stearns со формирање на т.н „вонбилансни ентитети“ како што се впрочем и двата

⁵⁷ Сведочење на извршниот директор на Bear Stearns Asset Management пред Комисијата за испитување на финансиската криза

погоре споменати хеџ фонда успешно ја заобиколуваа регулативата со тоа што ризичните активности ги насочуваа кон овие посебни правни ентитети. Политиката на двата хеџ фонда на Bear Stearns и не изгледаше толку ризична имајќи го предвид фактот што истите имаа стратегија на инвестирање на 90% од своето портфолио во AAA или AA рангирани производи. Ова е уште еден пример на негативната улога на рејтинг-агенциите врз пазарот и апетитот за ризик. Доколку само си поставиме едноставно прашање за овие производи ќе ја добиеме суштината на проблемот: *Зошто хипотекарните хартии од вредност кои беа рангирани AAA (исто како и трезорските записи) носеа видливо повисок принос од останатите инструменти со сличен кредитен рејтинг, односно ваков екстремно сигурен ранг нели треба да носи минимален принос?*

Bear Stearns суштински немаше никаква легална обврска за спасување на овие два фонда, но компанијата се плашеше од рушење на угледот на целата корпорација доколку двата хеџ фонда не успеат да одговорат на своите обврски. Токму затоа Bear Stearns и покрај противењето на дел од бордот се обиде да го спаси *High-Grade Structured Credit Fund* со тоа што ги исплати сите репро-позајмувачи и остана единствен репро-позајмувач со надеж дека фондот сè уште има нето позитивна вредност и дека истиот може да успее. На 31 јули 2007 година двата хеџ фонда банкротираа. Ова беше само еден од низата на погрешни чекори коишто ја одведоа во надолна линија целата компанија, којашто не презеде соодветни чекори за намалување на својата изложеност кон хипотекарниот пазар.

Во втората половина на 2007 година позајмувачите на Bear Stearns почнаа да бараат поголем колатерал за своите пласмани и повисока цена на капиталот. Позајмувањето по основа на необезбедени корпоративни обврзници речиси пресуши бидејќи инвеститорите не беа повеќе сигурни во финансиската стабилност на Bear Stearns. Од друга страна компанијата стануваше се повеќе зависна од репро-пазарот и од тоа како се

проценуваше нивниот колатерал во овие репро-трансакции. Дополнителна паника кај инвеститорите предизвикуваше се поголемата побарувачка за credit default swaps против Bear Stearns и растот на цената на овој инструмент. И покрај овие моменти ликвидноста на компанијата не беше сериозно загрозувана сè до вториот квартал на 2008 година. Во март 2008 година Bear Stearns има 18 милијарди усд, готови резерви што во нормални услови би ги задоволело контрапартнерите. Но за само една недела во истиот месец како резултат на наглото откажување на репро-трансакциите и повлекување на средствата од страна на контрапартнерите ликвидноста дерогираше (од 18 милијарди усд падна на само 2 милијарди усд). Ова е класичен пример на суровоста на пазарната економија и опасноста дека и најголемите компании можат да пропаднат само во неколку дена.

Иако Bear Sterns имаше соработка со ФЕД одосно беше примарен дилер⁵⁸, сепак не подлежеше под негова контрола и немаше пристап до средствата на ФЕД преку позјмувањето во крајна инстанца. И покрај тоа ФЕД директно учествуваше во олеснувањето на аквизицијата од страна на JP Morgan со тоа што ги презеде во своите биланси (индиректно) 30 билиони усд, најтоксични средства кои беа во активата на Bear Stearns.

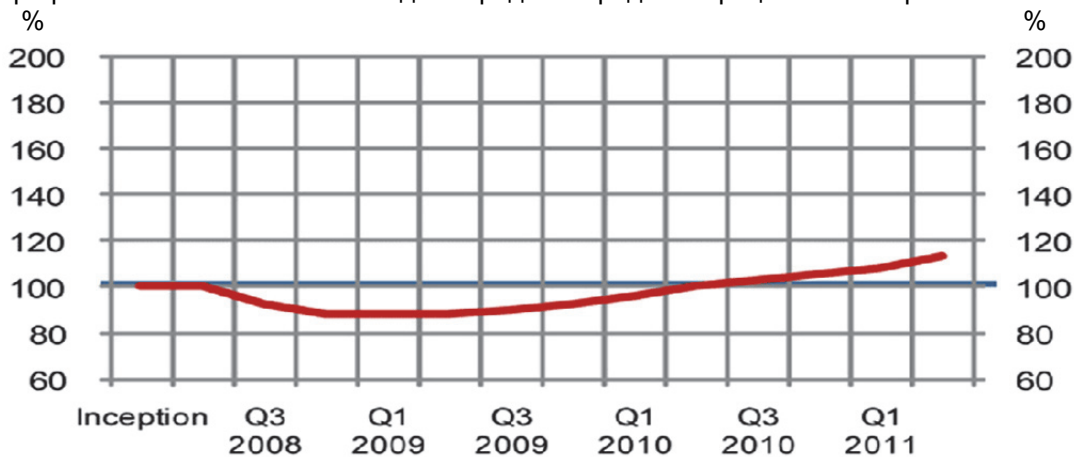
Њу Јорк ФЕД директно ја спроведе акцијата преку формирање и кредитирање на посебна компанија *Maiden Lane LLC*⁵⁹ која имаше за цел да презеде одредени средства од Bear Stearns и истите да ги менаџира во определен временски период по што би се отплатил кредитот на ФЕД со најмала можна штета. Целата оваа операција се организираше во тек на викенд затоа што беше јасно дека во понеделникот што следеше Bear Stearns немаше да биде во можност ликвидносно да одговори на барањата на кредиторите и инвеститорите. Ниту JP Morgan ниту ФЕД не можеа за толку краток временски период да ја утврдат вредноста на сите средства во

⁵⁸ Во САД терминот Primary dealer се користи за финансиска инситуција која има директна соработка со ФЕД. Овие компании учествуваат на операциите на отворен пазар и се активни учесници на аукциите на трезорските записи, но овој статус не значи дека сите примарни дилери имаат пристап до средствата на ФЕД преку позајмувањето во крајна инстанца. Bear Stearns беше втор по големина примарен дилер во САД со учество од 21% од пазарот, веднаш зад Morgan Stanley.

⁵⁹ Maiden Lane е именувана по улица во близината на Њу Јорк ФЕД

билансот на Bear Stearns и поради повисокиот национален интерес ризикот од најтоксичните средства го презеде државата, со една напомена дека само за првиот 1 билион усд, ризикот го сноси купувачот (JP Morgan). Олеснителна околност беше тоа што JP Morgan беше банка порамнувач на трансакциите на Bear Stearns на репро- пазарот и на тој начин веќе имаше увид во биласите и вредноста на средствата на Bear Stearns, што го правеше единствен можен купувач за толку краток временски период. Цената по која JP Morgan го купи Bear Stearns изнесуваше 2 усд по акција или за вкупна вредност од 236 милиони усд, што претставува само 7% од пазарната цена од пред само два дена. Државата играше покер со Jamie Dimon и изгуби⁶⁰.

Графикон 10: Maiden Lane I-Сооднос средства/кредит Коефициент на покриеност



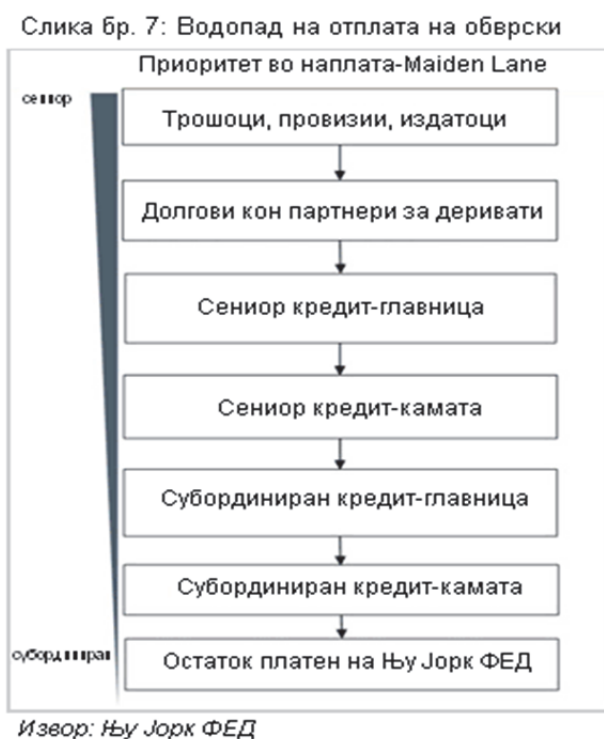
Извор: Њу Јорк ФЕД, достапно на www.newyorkfed.org/markets/maidenlane

Од графиконот може да се воочи дека во периодот од одобрувањето на кредитот на Maiden Lane, па сè до завршувањето на првиот квартал од 2010 година вредноста на средствата во билансот е помала од салдото на кредитот односно Maiden Lane има коефициент на покриеност помал од 100%. По 2010 година, па сè до моментот на пишување на овој труд вредноста на средствата е поголема од салдото на кредитот (заедно со акумулирана камата), што укажува дека средствата се менаџираат

⁶⁰ Vincet Reinhard, American Enterprise Institute, 2011 година

релативно успешно. Важно е да се напомене дека и покрај тоа што двата кредити се одобрено со ист рок на достасување односно 10 години, но со различна камата. Кредитот на Њу Јорк ФЕД е одобрен со примарна камата на позајмување во крајна инстанца додека кредитот на JP Morgan е со дополнителни 450 базични поени над оваа стапка.

Од сликата се гледа приоритетот на наплата на побарувањата при што покрај основните оперативни трошоци целокупниот приоритет е во корист на Њу Јорк ФЕД, вклучувајќи ја и наплатата на каматата. Секојдневното менаџирање на портфолиото на Maiden Lane е доверено на



Black Rock Financial Management. Задача на тој што го менаџира портфолиото е да ја заштити неговата вредност и да врши продажба на средствата по најповолни можни услови со цел сервисирање на обврските по кредитот. Њу Јорк ФЕД е исклучително транспарентен во овој процес, односно јавноста континуирано е информирана за состојбата на портфолиото и отплатата на кредитот. Овој

концепт во подоцнежниот период на кризата е искористен уште неколку пати.

Делот од кредитот на JP Morgan е во вид на субординирана заем што значи дека е втор по приоритет на наплата по побарувањата на Њу Јорк ФЕД. Замислата на оваа клаузула е купувачот да ги сноси првите можни штети од невраќање на кредитот.

Њу Јорк ФЕД континуирано го следи портфолиото на преземените средства од Bear Stearns и отплатата на кредитот. Од табелата подолу евидентно е дека одобрениот кредит од страна на Њу Јорк ФЕД во август

2011 година сè уште има активно салдо на износ од 18 416 милиони усд, односно од почетокот до сега Maiden Lane успеал да врати 11 126 милиони усд⁶¹. Пазарната фер вредност на средствата во билансот на Maiden Lane го надминуваат салдото на кредитот (изнесуваат 20 822 милиони усд).

Табела 3: Состојба на кредитите на Maiden Lane I

(во милиони усд)

	Њу Јорк ФЕД кредит	Акумулирана камата	Кумулативна отплата	Салдо на кредитот	Фер вредност
Maiden Lane	28.820	734	13.759	15.794	18.269

Извор: www.newyorkfed.org/markets/maidenlane

Состојба со 14.09.2011

Ова можеби е најнелогичната трансакција од страна на државата за целиот период на кризата, но едноставно позицијата беше дека инвестициска банка од таков обем не смее да пропадне, за само по неколку месец овој принцип целосно да се сврти на страната дека нема повеќе „спасувања“ пред самиот пад на Lehman Brothers. Оваа драстична промена на позицијата на ФЕД и Секретаријатот на финансии претставува еден од најконтроверзните моменти во периодот на финансиската криза. Уште еден интересен податок во оваа операција е дека JP Morgan првично имаше идеја да понуди повисока цена за акциите на Bear Stearns, но под притисок на Секретаријатот за финансии ја симна цената на само 2 усд или вкупно за целата компанија 236 милиони усд⁶². Овој потег беше од важно значење за властите како полесно во јавноста да ја „протнат“ државната помош, бидејки во вакви услови не е логично државата да губи, а акционерите на проблематичната компанија да добиваат.

Сепак целата трансакција на купување на Bear Stearns не заврши така едноставно. Вториот работен ден на берзата по објавувањето на оваа аквизиција, акцијата на Bear Stearns се тргуваше за 4,8 усд по акција што е повеќе од двојно од објавената цена од само 2 усд. Ова значеше дека и

⁶¹ Акумулирана камата (accrued interest) претставува пресметана камата за целиот период но не е наплатена односно се акумулира и ќе се отплаќа заедно со главницата од кредитот

⁶² Цената која ја плати JP Morgan е помала и од вредноста на заградата каде што беше лоцирано седиштето на Bear Stearns во Њу Јорк.

самите инвеститори на пазарот сметаа дека понудената цена е премногу ниска. На крај по долги преговарања JP Morgan понуди 10 усд по акција што беше одобрено од страна на акционерите и покрај незадоволството од страна на Секретаријатот за финансии и ФЕД.

Јасно е дека основните причини за падот на Bear Stearns лежат во преголемата изложеност кон хипотекарниот пазар, краткорочните извори на финансирање преку репро-пазарот и високиот левериџ. Случајот на Bear Stearns е класичен пример за несоодветна диверзификација на ризикот, односно концентрација на истиот на еден пазар и брзината со која негативните информации се шират и имаат влијание врз финансискиот систем. *Падот на Bear Stearns беше поради недостаток на доверба, а не недостаток на капитал*⁶³.

4.3. LEHMAN BROTHERS

Веројатно Lehman Brothers и сите настани околу оваа компанија оставија најсилен печат, а и последици во периодот на финансиската криза. Оваа финансиска компанија беше четврта по големина инвестициска банка во САД со свои активности во целиот свет. Lehman Brothers банкротираше на 15 септември 2008 година, како резултат на масивен одлив на нивните клинети, драстичен пад на цената на акциите и девалвирање на вредноста на средствата од страна на рејтинг-агенциите. Пропаѓањето на Lehman Brothers по сите параметри е најголемото банкротство во историјата на САД⁶⁴.

Слично како и Bear Stearns, Lehman голем дел од средствата прибрани по пат на позајмување со високо ниво на левериџ во периодот на кредитен и економски бум ги пласираше на хипотекарниот пазар и ги користеше бенефитите од огромниот раст на овој сегмент од бизнисот. Односот на средства во однос на капиталот во 2007 година беше 31:1, што

⁶³ Christopher Cox, Претседател на Комисијата за хартии од вредност-SEC, 2008 година

⁶⁴ На денот на пропаѓањето на Lehman вкупните средства надминуваат 600 милијарди усд (www.marketwatch.com)

значеше дека само мал, едноцифрен процент на загуби може да ја загрози стабилноста на целата компанија⁶⁵. Во 2008 година со ширењето на хипотекарната криза Lehman почна да ги искажува првите загуби, но компанијата и во овој период не реагираше доволно агресивно за да се ослободи од најтоксичниот дел на активата односно средствата поврзани со subprime хипотекарниот пазар (нешто што интензивно го правеше Goldman). Не е сосема јасно од денешна гледна точка дали менаџментот не ги предвиде навремено проблемите со хипотекарниот пазар или пак не можеше ефективно да се ослободи од дел од тоа портфолио навреме. Само во првата половина на 2008 година акциите на Lehman на пазарот изгубија 73% од својата вредност, а компанијата за прв пат најави отпуштања на вработени.

*Секој од вас треба да се чувствува сигурен и горд. Нашата фирма е силна денес. Ќе излезем од овој циклус уште посилни. Сме го направиле тоа порано, ќе го направиме и сега*⁶⁶. Само по дванаесет недели од овој цитат на Dick Fuld, Lehman банкротираше.

Негативен импакт на развојот на настаните во случајот на Lehman имаше и информацијата којашто беше пуштена од кабинетот на Paulson дека Владата нема намера повеќе да се изложува на ризик и да спасува приватни компании. Оваа информација силно одекна во јавноста и сите што веруваа дека слично како во случајот на Bear Stearns, државата ќе излезе со решение во последен момент со силата на парите на даночните обврзници, останаа со празни раце и дополнителен песимизам на пазарот. Од друга страна со ова самата Влада си ги врза рацете и ја загуби можноста така што во последен момент, под притисок на „поголемо зло“ сепак реши да интервенира на пазарот и да го спречи наглото влошување на финансиската криза кое се случи по 15 септември.

Во целиот овој период Lehman ја држеше тензијата дека корејска финансиска компанија-Korea Development Bank е на прагот да инвестира во

⁶⁵ Податок од финансиските резултати на компанијата од 2007 година (www.secinfo.com)

⁶⁶ Говор на Fuld пред своите вработени кој што беше објавен и во јавноста, 2008 година

Lehman што требаше да го тргне притисокот и да влее сигурност на пазарот. Ова се покажа како неуспешна стратегија и губење на време во најкритичните моменти на падот на Lehman. Sorkin во своето дело „To Big to Fail“ дава инсајдерски информации за текот на преговорите со Корејците и негативната улога на главниот извршен директор на Lehman во овие преговори. Од друга страна ФЕД и Секретаријатот за финансии упорно се обидуваа да најдат алтернативно решение за потенцијален купувач на Lehman, свесни дека преговорите со Корејците ќе завршат неуспешно.

Иако целиот фокус на менаџментот на Lehman беше насочен кон Korea Development Bank, сепак ФЕД и Секретаријатот за финансии секогаш беа свртени кон Bank of America и Barclays како единствени сериозни купувачи. Bank of America многу бргу го изгуби својот интерес во Lehman и преку ноќ го сврте своите активности кон Merrill Lynch, сметајќи на фактот што сепак Merrill има нешто подобри биланси, а во исто време под стрес за евентуално насочување на кризата кон нив (секоја претпоставка беше дека Merrill Lynch е следна) мораше по секоја цена да бара стратешки партнер.

Преговорите со Barclays беа многи конкретни, фокусирани и со реални изгледи да успеат. Се одеше според планот освен последниот чекор, одобрување на трансакцијата од страна на британските власти. Откако сè беше договорено, се случи тоа што никој не го поставуваше ни како прашање, односно британските власти не ја одобрија трансакцијата сметајќи дека на овој начин индиректно ќе ја увезат кризата во нивната земја. Секако дека ниту блиските релации помеѓу двете земји и политичките разговори не помогнаа за да смени одлуката на регулаторите во Британија. Едноставно ова беше премногу ризичен чекор за нив. Официјаното образложение беше дека за да се одобри оваа трансакција од страна на акционерите на Barclays беа потребни најмалку од 30 до 60 дена, а Barclays мораше да гарантира за сите обврски на Lehman веќе наредниот ден. Подоцна по прогласувањето на банкротот Barclays го купи само брокерскиот дел на Lehman којшто всушност беше и највредниот дел од компанијата.

Можеби најконтроверзните денови во целата финансика криза се за време на викендот пред колапсот на Lehman. На 12 септември 2008 година (петок), секретарот за финансии на САД Paulson и претседателот на Њу Јорк ФЕД Geithner, свикуваат состанок со директорите на најголемите финансиски институции од Wall Street со цел изнаоѓање на „приватно“ решени за Lehman. Имајќи го предвид фактот што доколку пропадне оваа компанија кризата се заканува на целата индустрија, државата сметаше дека не само од патриотски, туку пред сè од лични причини останатите финансиски компании ќе се обидат да најдат решение за Lehman кое нема да вклучи пари од даночните обврзници. Директорите на 10-те најмоќни финансиски институции беа присутни освен тој за кого се разговараше, директорот на Lehman Brothers. Ова јасно стави на знаење дека Fuld не е веќе фактор на одлучување, односно целата одговорност ја презема ФЕД и Секретаријатот за финансии. По два тешки и напорни дена оваа иницијатива завршува со неуспех, што имплицираше дека Lehman мора да прогласи банрот пред отварањето на берзите во понеделникот што следеше.

Важно е да се напомене дека Lehman гледано според официјалните биланси беше прилично солветна фирма на само неколку недели пред пропаѓањето, односно средствата сигнификантно ги надминуваа обврските. Меѓутоа овој податок во вакви околности мора да се земе со резерва бидејќи секоја институција којашто се соочува со нагол одлив на пари е приморана на брза продажба на средствата што ги поседува, а тоа значи дека не може да ја добие цената по која овие средства се водат во билансите. De jure Lehman беше солвентна компанија, но „де факто“ не беше. Солвентноста и ликвидноста мора да се гледаат како поврзани движења, односно секој сигнал за намалување на солвентноста води до одлив на средства од страна на клиентите, што пак од друга страна ја принудува компанија на нови брзи продажби и намалување на вредноста на средствата. Во услови на драматични пазарни дисторзии овој магичен круг ги уништува слабите финансиски институции.

Lehman прогласи банкрот на 15 септември 2008 година (понеделник). Оваа неминовна одлука на бордот повлече огромен број на негативни импликации, многу поголеми од тоа што се очекуваше. Во своето дело „*On the brink: Inside the race to stop the collapse of the global financial system*“, Paulson признава дека очекувањата на администрацијата биле дека всушност банкротот на Lehman ќе ја стабилизира економијата и дека инвеститорите позитивно ќе ги примат сигналите за нормално функционирање на пазарната економија. Сепак на истиот ден кога Lehman банкротира, индексот Dow Jones губи 500 поени, што представува пад од 4,4%. Овој тренд продолжува и во наредните денови со силна закана врз стабилноста на останатите финансиски институции. Дополнителен проблем преставува фактот што ликвидацијата на Lehman подразбира брза продажба на средствата во активата пред сè хипотекарно поврзаните хартии од вредност, кои во обем во кој ги поседуваше Lehman предизвикаа голем притисок на страната на понудата, а со тоа и на цените на овие инструменти во негативна насока.

Lehman банкротираше со близу 600 милијардни усд долгови од кои 160 милијарди усд беа по основа на необезбедени корпоративни обврзници во сопственост на широк спектар на инвеститори од целиот свет. Веднаш по банкротот вредноста на овие инструменти падна на 15 центи за долар или помалку⁶⁷.

Пропаѓањето на Lehman во годините потоа генерираше голем број на судски спорови против компанијата, одговорните лица, ревизорите и останати субјекти инволвирани во работењето на оваа компанија. Особено на удар се репро- трансакциите и билансните манипулации со нив, односно вештачкото продавање на овие средства пред крајот на кварталот за повторно купување на истите за неколку дена.

Во целиот процес на пропаѓање на Lehman државата преземаше голем број на мерки кои се граничеа со вулгарна улога на власта во приватниот сектор. Почнувајќи од спојување на приватни компании, барање

⁶⁷ The Economist, октомври, 2008 година (www.economist.com)

на купувач, па сè до индиректно наложување на бордот на Lehman за прогласување на банкрот. И сè ова се направи главно нетранспарентно (не ни можат нелегитимни активности да бидат транспарентни) во услови на притисок на време, кое беше се пократко. Во вакви исклучителни случаи, ваква „неисклучителна“ улога на државата некако може и да се оправда и да се разбере, но зошто изостана последниот чекор на директна помош на Lehman? Не се обидувам да спорам со оваа нетрадиционална улога на државата, којашто сметам мора да ја преземе во вакви драматични околности, туку спорам со тоа што на крај ова мораше да резултира со решение кое ќе ги оправдаше овие акции.

Позицијата на ФЕД и администрацијата беше дека Lehman немаше доволно колатерал кој би го понудил за пристап до федералните фондови, што го разликува овој процес од Bear Stearns. Едноставно притисокот за повлекување на средства од компанијата беше огромен и секоја помош од страна на ФЕД само би го одложила пропаѓањето за неколку дена или недели. Во моментот на падот на Lehman сè уште не беше донесена TARP програмата која овозможуваше директни капитални интервенции или гаранции од страна на ФЕД. Во тој момент ФЕД имаше единствено овластување да позајмува *во услови на задоволувачки колатерал од страна на позајмувачот и извесност во отплата на долгот*.

Постоеше јавен критицизам за државна помош и спасување на Wall Street. Тоа беше комбинација на немање на политичка желба и избегнување на прашањето за морален хазард. Никогаш не се отвори дискусијата за легалната можност за интервенција на ФЕД, туку едноставно тие тоа не го сакаа. Дозволувањето за пропаѓање на Lehman беше најголемата поединечна грешка во целата финансиска криза⁶⁸.

⁶⁸ John Thain, директорот на Merrill Lynch кој што беше директно инволвиран во настаните од викендот пред пропаѓањето на Lehman пред Комисијата за испитување на финансиската криза

Richard Dick Fuld-CEO Lehman Brothers

Dick Fuld е генерален менаџер на една од петте најголеми инвестициски банки во САД пред кризата којшто има најдолг стаж на таа позиција почнувајќи од 1994 година па сè до 2008 година. Мал број на луѓе во светот можат да се пофалат со таква кариера и финансиски бенефити од истата, но уште е помал бројот на тие што имале таков пад како неговиот. Многу аналитичари прават свои црни листи на лица директно одговорни за финансиската криза во САД, и на секоја од нив едно од првите три места припаѓа на поранешниот CEO на Lehman Brothers.

Целата своја кариера ја гради заедно со Joe Gregory кој беше главен извршен директор на Lehman пред кризата за на крај да мора да се разделат пред банкротот на нивната компанија. Под притисок на останатите директори Joe Gregory дава оставка на својата позиција, но веќе беше касно. Иако постојат многу индикации дека во суштина Gregory ја има целата моќ во компанијата и дека најголем дел од ризичните инвестиции се поттикнати од него, историскиот товар за најголемото банкротство во историјата на САД секогаш ќе биде врз Dick Fuld.

Не спорејќи дека глобалната финансиска криза зададе удар на Lehman далеку поголем од кој било можеше да предвиди и дека пропаѓањето на оваа компанија е резултат на пазарни движења надвор од нејзиниот домет, сепак Fuld не беше на рамниште на својата задача од првиот ден на кризата. Можеби единствен правилен потег беше што го послуша советот на Владата да прогласи банкрот на својата компанија. Не ценејќи ги доволно опасностите од кризата Fuld долго време одбиваше да се докапитализира по ниска (во тој период реална) цена, потпирајќи се на неговите преговори со корејски инвеститори (Korea Development Bank). Последните негови обиди со Buffett и Bank of America беа само очајнички обиди на давеник. Fuld предолго играше на картата дека Владата нема да дозволи пад на четвртата најголема инвестициска банка и дека слично како кај Bear Sterns ќе се најде решени помогнато од државата. Fuld едноставно стана жртва на определбата на администрацијата да докаже дека нема да има повеќе спасување на приватна компанија. Ниту Lehman се спаси ниту спасувањата на државата завршија.

Неколку дена пред падот на Lehman, ФЕД и Секретаријатот за финансии организираа состанок на кој се побара наоѓање на „приватно решение“ за Lehman. На состанокот присуствуваа сите директори на најмоќните банки освен тој за кого се организираше состанокот (Fuld). Ова значеше дека Fuld воопшто не беше играч последните денови пред пропаѓањето на Lehman. За иднината на неговата компанија, а и на самиот него решаваа други. Се што му остана беше надежта дека некој друг ќе го направи тоа што требаше тој да го направи, за да го избегне најлошото. Сепак тоа не се случи.

Во своите настапи Fuld секогаш тврдеше дека направил сè што било возможно за да се заштити компанијата, вклучувајќи затворање на примарните оригинатори на хипотекарни кредити, намалување на кредитната изложеност, намалување на левериџот, прибирање на капитал, менаџерски промени на високи позиции, намалување на трошоците, барање на стратешки партнер и охрабрување на регулаторите да преземат мерки против т.н short-selling practice⁶⁹.

Падот на Lehman не е само неуспех на Dick Fuld и неговиот борд, туку е неуспех на комплетната американска администрација и приватен сектор од Wall Street. Едноставно на сите ни е полесно одговорноста да ја насочиме кон едно или неколку лица за да ја поедноставиме анализата, но во овој случај потребна е поголема низа на субјекти.

4.4. GOLDMAN SACHS

Многу интересна за анализа е позицијата на Goldman Sachs во периодот пред самиот почеток на кризата. Во своите активности најголемата инвестициска банка не се разликуваше премногу од своите конкуренти. Како тогаш Goldman остана со најмалку последици од финансиската криза и ја задржа (дури и зајакна) својата позиција на пазарот?

Одговорот на ова прашање лежи во активностите на оваа компанија неколку месеци пред кризата. Имено, во декември 2006 години по неколку дена тргување со загуба Goldman увидува дека пазарот на хипотекарни хартии од вредност е под сериозен стрес и решава за преземање на драстични чекори за намалување на својата изложеност на овој пазар. Аналитичарите на Goldman во последните денови од 2006 година подготвуваат внатрешен извештај којшто е доставен до главниот финансиски директор, David Vinar и до Craig Broderick, главен ризик-

⁶⁹ Mark Williams, "Uncontrolled Risk: Lessons of Lehman Brothers and How Systematic Risk Can Still Bring Down the World Financial System", 2010 година, страна 3

аналитичар во кој се потенцира зголемениот ризик за хипотекарните хартии од вредност и потребата за брзо ослободување од истите и намалување на оваа позиција во билансот. Реакцијата на менаџментот на Goldman е брза и ефикасна. За само неколку дена се подготвува стратегија за продажба на сениор траншите на CDO, а сите јуниор транши за кои се претпоставуваше дека ќе нема соодветна побарувачка да се препакуваат во синтетички CDO и така да се обидат „да се протнат на пазарот“⁷⁰. Насоките беа оваа стратегија да се имплементира и по цена на определени загуби во овие операции.

Проблемот на оваа стратегија е тоа што истата не би била успешна доколку од другата страна нема заинтересирани инвеститори ко што имаат помалку информации за потенцијалните ризици. Затоа Goldman ги таргетира инвеститорите коишто главно се базираат на рејтинг -агенциите и кои бараат долгорочна инвестиција за нивните средства (во тој момент овие хартии од вредност сè уште беа со ранг AAA). Во тек на целата оваа операција Goldman остварува загуба од 20 милиони усд на овие трансакции, но сепак ова е минорно во споредба со загубата која би се остварила доколку овие средства останеа во нивните биланси. Дополнително, имајќи го предвид делумното ослободување на Goldman од хипотекарните хартии од вредност, им овозможи тие што останаа во нивните биланси да ги вреднува по пониска цена (со што остварува определени загуби) што повлекува морална обврска и на конкурентите и контрапартнерите за попесимистичка проценка. Загубата на Goldman е многу помала од онаа на конкуренцијата која имаше оргомни портфолија на ваков вид на средства. Ова најмногу се одрази на двата хец фонда основани од Bear Sterns за кои во април 2007 година Goldman хипокетарните хартии од вредност кои беа понудени како колатерал за готовина на овие два фонда ги процени на само 65% од нивната иницијална

⁷⁰ За време на сослушувањето на Goldman од страна на Сенатот, Сенаторката McCaskill за синтетичките CDO изјавува дека тоа не се инвестиции кои се базираат на добра бизнис идеја. Тоа е обично коцкање. А го носат предзнакот синтетички затоа што нема ништо во нив освен чисто коцкање

вредност, што значеше дека за истиот колатерал фондовите сега ќе добијат само 65% од средствата што до тогаш ги добивале.

Во месеците што следат Goldman го намали својот ризик кон хипотекарниот пазар и во исто време продолжуви со својата активност за продажба на токсичните средства. Од декември 2006 година до август 2007 година креираше и продаде CDO во вредност од близу 25,4 билиони усд, вклучувајќи 17,6 билиони усд синтетички CDO⁷¹.

Иако навидум ова изгледа нормална пазарна игра кој се базира на конкурентска предност и информации коишто ги немаат другите субјекти во дадениот момент, сепак постојат многу етички прашања во овој процес. Основниот проблем е тоа што веднаш по продажбата на определен сет на CDO, Goldman употребува финансиски деривати (CDS) со кој „се клади“ на губење на вредноста на тоа што го продава, што дополнителни ја дерогира вредноста на овие производи на пазарот. Ова значи дека на секој пропаднат кредит на примарниот пазар Goldman остварува добивка, а инвеститорот којшто ја купил хартијата од вредност од нив остварува загуба. Goldman во овие трансакции се јавува како т.н short инвеститор. Сенаторот Karl Levin ова го опишува како фундаментален конфликт на интерес и етички проблем. Levin тврди дека Goldman континуирано и намерно го ставал интересот за профит пред интересот на своите клинети и интересот на општеството⁷².

Како резултат на ова во 2010 година Goldman се соочи со неколку тужби за измама од страна на своите клиенти вклучувајќи ја и тужбата од страна на Комисијата за хартии од вредност (SEC) која покрај за институцијата се однесуваше и за конкретно одговорно лице во Goldman-Fabrice Tourre⁷³. Ова покренa и јавна истрага од страна на Сентатот која

⁷¹ The Financial Crisis Inquiry Report, New York, 2011 година, страна 236

⁷² Делови од излагањето на Сенаторот Levi за време на сослушувањето на менаџментот на Goldman од страна на Сенатот

⁷³ Fabrice Tourre во тоа време беше заменик претседател на Goldman Sachs. Истиот беше обвинет за намерно сокривање на информации, односно давање на погрешни информации кои ги ставаат во заблуда инвеститорите во случајот на купување на синтетички CDO наречени *Abacus 2007-AC1*. Комисијата за хартии од вредност покренa тужба против Goldman и Tourre бидејќи се откри дека еден од нивните клиенти (Paulson and Co) кој што се обложувал против определени инструменти

воопште не беше пријатна за менаџментот на Goldman Sachs. Ова ја стави на тест етичноста на компанијата и нејзиниот кредибилитет во односот со клиентите. *Моралноста го претставува начинот на кој луѓето сакаат светот да функционира, додека економијата го претставува начинот на кој тој реално функционира*⁷⁴.

На 21 септември Goldman Sachs (заедно со Morgan Stanley) потврдува дека ќе се трансформира во класична банкарска холдинг-компанија, што претставуваа крај на долгата ера на т.н инвестициско банкрство и изедначување на овие компании со останатите банкарски институции во САД (пред сè мислам на депозитарните институции). Веднаш по ова следеше инвестиција од Berkshire Hathaway во вкупен износ од 10 милијарди усд во Goldman (5 милијарди усд во вид на приоритетни акции, и варанти за дополнителни 5 милијарди усд во обични акции). Ова дефинитивно ја стабилизираше компанијата и го тргна притисокот од можна паника и одлевање на ликвидност што беше случај со останатите инвестициски банки.

Оваа компанија не само во периодот на кризата туку и во неколку децении наназад во јавноста и определен дел од аналитичарите е третирана како привилегиран учесник на пазарот со одлични врски во секоја администрација, конгрес, сенат и останатите политички структури. Оваа теза главно се темели на голем дел од повисоките структури на менаџментот на Goldman кои ја продолжуваат својата кариера во политиката на високи функции, што може да ги доведе до конфликт на интереси. Како илустрација поранешни вработени во Goldman Sachs се: Robert Rubin и Henry Paulson поранешни секретари за финансии во две различни администрации (демократи и републиканци), Marc Carney гувернер на Централната банка на Канада, Stephen Friedman претседател

имал клучна улога во одредувањето на тоа од што ќе биде составен пулот на новите синтетички CDO, односно влијаел во пулот да се вклучат поголем дел од хипотекарни инструменти против кои фондот се обложувал. Во исти време Goldman погрешно ги информирал инвеститорите дека пулот е составен од трета независна страна (ACA Management LLC). Целосната тужба и обвинение може да се види на веб-страницата на Комисијата за хартии од вредност-www.sec.gov

⁷⁴ Steven D. Levitt, Stephen J. Dubner, "Freakonomics", Penguin books, 2006 година, страна 11

на Њу Јорк ФЕД и низа на други лица на пониски структури во администрацијата. Сепак, според мое мислење не постојат доволен број на факти со кој би се потврдила тезата дека Goldman е пазарен играч над останатите и дека ги користи своите политички врски за остварување на нефер пазарна позиција и генерирање на профит.

Најпроблематична беше позицијата на Henry Paulson за време на кризата, бидејќи пред самиот почеток на истата Paulson доаѓа на местото секретар за финансии директно од позицијата CEO на Goldman Sachs. Ова беше исклучително деликатна позиција за Paulson бидејќи во драматичните настани за време на кризата секоја акција на администрацијата во која на било кој начин е инволвирана неговата поранешна компанија ќе значеше можен проблем на конфликт на интереси и намалување на кредибилитетот на администрацијата. Замислете само ситуација на пример при првата интервенција во Bear Stearns наместо JP Morgan, како купувач да се јавеше Goldman со државна помош од близу 30 милијарди усд. Критиките кон Paulson ќе беа со несогледливи последици не само за него туку и за целата администрација и акциите кои истата ги презема во услови на огромна финансиска нестабилност.

4.5. AMERICAN INTERNATIONAL GROUP

American International Group (AIG) за разлика од погоре анализираниите институции не е класична банкарска холдинг- компанија, ниту инвестициска банка, а сепак е во центарот на финансиската (или банкарска) криза. Многумина беа зачудени како може една мултинационална осигурителна компанија да претрпи такви огромни загуби од падот на хипотекарниот пазар. Активностите на оваа компанија беа распространети во различни дејности (генерално осигурување, животно и пензиско осигурување, финансиски услуги и менаџирање на средства) во преку 140 земји и 76 милиони клиенти. Во последните години пред кризата

AIG беше исклучитечно присутна маркетиншки на глобалниот пазар и стана синоним за успешна мултинационална компанија⁷⁵.

На почетокот на 2008 година AIG ги објави своите резултати за 2007 година според кои компанијата искажа нето добивка 6,2 милијарди усд или 2,4 усд по акција⁷⁶. На 31 декември 2007 година AIG поседуваше средства во вкупна вредност од 1,06 трилион усд, акционерски капитал од 95,8 милијарди усд и пазарна капитализација од 150,7 милијарди усд⁷⁷. За само по 8 месеци компанија со вакви перформанси се најде на ивицата на пропаст и се спаси само како резултат на владината помош.

AIG делуваше како холдинг-компанија која своите дејности ги извршува преку посебни фирми-керки во различни дејности. Главната поврзаност на AIG со останатите финансиски институции беше преку AIG Financial Product (AIGFP), дел од целокупната групација кој се занимаваше со финансиски производи и трансакции. AIGFP беше најголемиот продавач на credit default swaps кој претставува еден вид осигурување од потенцијален ризик за неизмирување на обврските⁷⁸. Особено големи клиенти за овој производ беа европските комерцијални банки кои го користеа овој инструмент за намалување на притисокот за капиталните стандарди, бидејќи CDS значеше префрлање на ризикот на продавачот на инструментот, а со тоа производот обезбеден со CDS не се третира како изложеност кај комерцијалните банки. На овој начин се ослободуваа средства за нови кредити⁷⁹. Како се развиваше кризата така се поголем беше бројот на CDS коишто требаше да се наплатат, а компанијата ја немаше потребната ликвидност, бидејќи ниту според најпесимистичките статистички сценарија за веројатноста од наплата на CDS, одлив на средства во толкави размери беше незамислив. Загубите на AIGFP во септември 2008 година придонесоа за намалување на рејтингот на целата

⁷⁵ Можеби најпозната стана по склучувањето на спонзорскиот договор со фудбалскиот клуб Manchester United

⁷⁶ Извор: Годишен извештај на AIG за 2007 година

⁷⁷ William K. Sjostrom, Jr, The AIG Bailout, working paper, 2009 година, страна 3

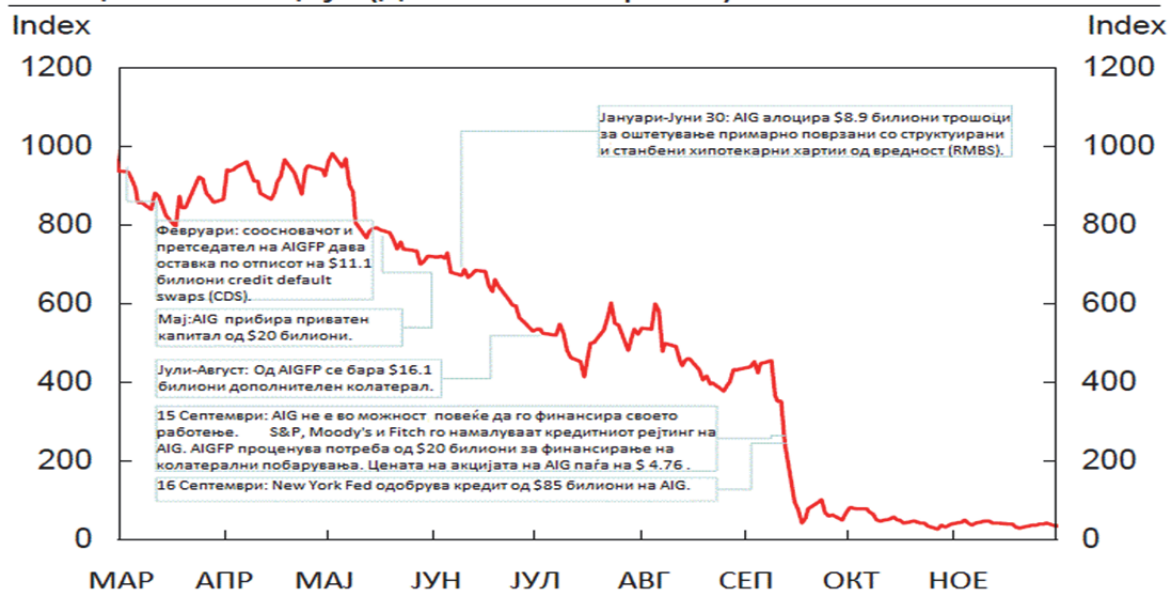
⁷⁸ AIG поседуваше портфоили на CDS од 526 милијарди усд

⁷⁹ Business Week, 2009 година

групација под AA, што дополнително го наруши кредибилитетот на компанијата, ги зголеми трошоците на финансирање и крајно ја наруши ликвидноста. Намалувањето на рејтингот најмогу се одрази на потребниот колатерал којшто требаше AIG да го обезбеди кон своите контрапартнери како обезбедување на долговите.

Графикон 11: Движење на акциите на AIG и хронолошки-најбитните настани за време на финансиската криза

AIG цена на акција (дневно затворање)



Извор: Њу Јорк ФЕД, Официјални податоци достапни на веб страна (newyorkfed.org)

Најголем дел од портфолиото на AIG во CDS се однесува на осигурување на т.н супер сениор транши на хипотекарно поврзани хартии од вредност рангирани со AAA, што би требало да имплицира мал кредитен ризик и мала веројатност за наплата. Но секој договор за CDS е обезбеден со определен колатерал како процент од номиналната вредност на инструментот, кој служи како осигурување во случај продавачот на CDS да не биде во можност да ја исплати штетата по исполнување на условите (credit event). Колку е подобар рејтингот на продавачот на инструментот толку е помал бараниот колатерал и обратно. Како паѓаше рејтинингот на AIG така растеа барањата за дополнителен колатерал од страна на

нивните контрапартнери. Значи, ударот врз ликвидноста на AIG не беше директен преку фактичко одлевање на средства којшто компанијата не можеше да ги издржи, туку индиректен преку намалување на вредноста на средствата коишто служеа како колатерал за обезбедување на тековната ликвидност на компанијата⁸⁰.

Нарушената ликвидност на AIG како и конекцијата којашто ја имаше со глобалниот финансиски систем ја правеше оваа компанија *to big to fail*, а потребата од државна интервенција неопходност. ФЕД во септември 2008 година интервенираше со кредит од 85 милијарди усд кој беше наменет за AIG да може да ги измирува тековните обврски како и да обезбеди колатерал за своите операции, а обезбеден со акциите на AIG во вид на варанти во износ од 79,9% од капиталот на целата групација⁸¹. Вредноста на акцијата на AIG падна на само 1,25 усд (максимална вредноста на акцијата била 70 усд). AIG беше приморана од страна на Владата да пристапи кон продажба на дел од своите подружници со што би намалил дел од своите долгови. *Одлуката да се одобри кредит на AIG беше мотивирана од една единствена цел: да се заштите американската и глобалната економија и народот на САД од уништувачки ефект кој би го имал пропаѓањето на оваа компанија во економски услови кои моментално преовладуваат на пазарот*⁸². Од друга страна банкрутството на AIG би бил исклучително сложен процес со многу инволвирани земји, авторитети, институции, регулатори, кредитори и останати заинтересирани субјекти, што го прави овој процес практично неизводлив (до тогаш немало ваква пракса).

Кредитот на AIG беше одобрен со невообичаено висока каматна стапка во износ од тримесечен LIBOR+8,5%, но оваа ставка воопште не ни беше предмет на преговарања и со рок на достасување од 2 години. Во исто време беше сменет и главниот извршен директор на AIG (Robert B.

⁸⁰ Намалувањето на кредитниот рејтинг на AIG од страна на S&P, Moody's и Fitch во септември 2008 години повлече 20 милијарди усд дополнителен колатерал

⁸¹ Влогот на владата намерно се ограничи под 80% за да не треба да ги консолидира билансите на AIG со своите

⁸² Официјално образложение на Њу Јорк ФЕД (www.newyorkfed.org)

Willumstad), а компанијата требаше да подготви план за продажба на дел од своите бизниси под најповолни можни услови на пазарот во даден момент.

Првичната помош од 85 милијарди усд ја стабилизираше AIG, но не ги реши суштинските долгорочни прашања на ликвидност и кредибилитет на оваа компанија. Затоа во ноември 2008 година ФЕД и Секретаријатот за финансии на САД овозможуваат реструктуирање на долгот на AIG со цел да се овозможи подолг временски период во кој би се продале средствата на компанијата и би се вратил долгот. ФЕД одобри намалување на првично договорената каматна стапка за 550 базични поени (на LIBOR+3%), како и продолжување на рокот на отплата од две на пет години.

Секретаријатот за финансии во согласност со TARP програмата купи 40 милијарди усд приоритетни акции во AIG и во исто време го намали расположливиот кредит на ФЕД од 85 на 60 милијарди усд. Во понатамошниот период следат неколку корекции, нови бенефити и анекси на постојните линии. Целокупната кредитна поддршка добиена од страна на ФЕД преку Њу Јорк ФЕД, AIG ја отплати заедно со камата и со провизии заклучно со 14 јануари 2011 година.

Во моментите на спасувањето на Bear Stearns, Freddie Mac и Fannie Mae, како и банкротството на Lehman Brothers, Владата воочи дека финансиските пазари се премногу кршливи за да можат да го апсорбираат банкротството на AIG⁸³.

4.5.1. Maiden Lane II u Maiden Lane III

Интересно е да се напомене дека ФЕД вообичаено не одобрува кредитна поддршка на недепозитарни институции, но членот 13(3) од Federal Reserve Act овозможува ФЕД да овласти регионална резервна банка да позајами на недепозитарна институција во невообичаени и специфични услови⁸⁴. Слично постапи и NYSE којашто дозволи трансакција

⁸³ William K. Sjostrom, Jr, The AIG Bailout, working paper, 2009 година, заклучни согледувања

⁸⁴ Federal Reserve Act, 13(3)

со која е можна промена на контролата во едно друштво без одобрување на собранието на акционери.

Како крајна мерка во интервенциите на државата во AIG беше креирањето на два правни ентитета (SPV) наречени Maiden Lane II и Maiden Lane III, коишто со купување на дел од средствата од AIG требаше долгорочно да го намалат капиталниот и ликвидносниот притисок врз компанијата.

Maiden Lane II врз база на кредит добиен од Њу Јорк ФЕД купи определен сет на хипотекарно поврзани хартии од вредност коишто практично беа замрзнати во билансите на компанијата и креираа огромни загуби. ФЕД одобри вкупно 22,5 милијарди усд како максимален износ на кредит за оваа намена. Како резултат на ова во декември 2008 година Maiden Lane II позјами 19,5 милијарди усд за да купи хипотекарно поврзани хартии од вредност од AIG, коишто во тој момент имаа пазарна вредност од 20,8 милијарди усд.

Од друга страна Maiden Lane III имаше за цел да откупи дел од обврските по основа на CDS коишто ги имаше AIG кон своите партнери и кои интензивно се издаваа неколку години пред кризата од страна на AIGFP. Maiden Lane III доби кредит од 24,3 милијарди усд за да купи облигации по CDS, кои во тој момент се проценуваа на 29,6 милијарди усд.

Табела.4: Состојба на кредитите на Maiden Lane II и Maiden Lane III (во милиони усд)

	Њу Јорк ФЕД кредит	Акумулирана камата	Кумулативна отплата	Салдо на кредитот	Фер вредност
Maiden Lane II	19.494	543	12.840	7.197	9.959
Maiden Lane III	24.339	654	13.803	11.190	21.465

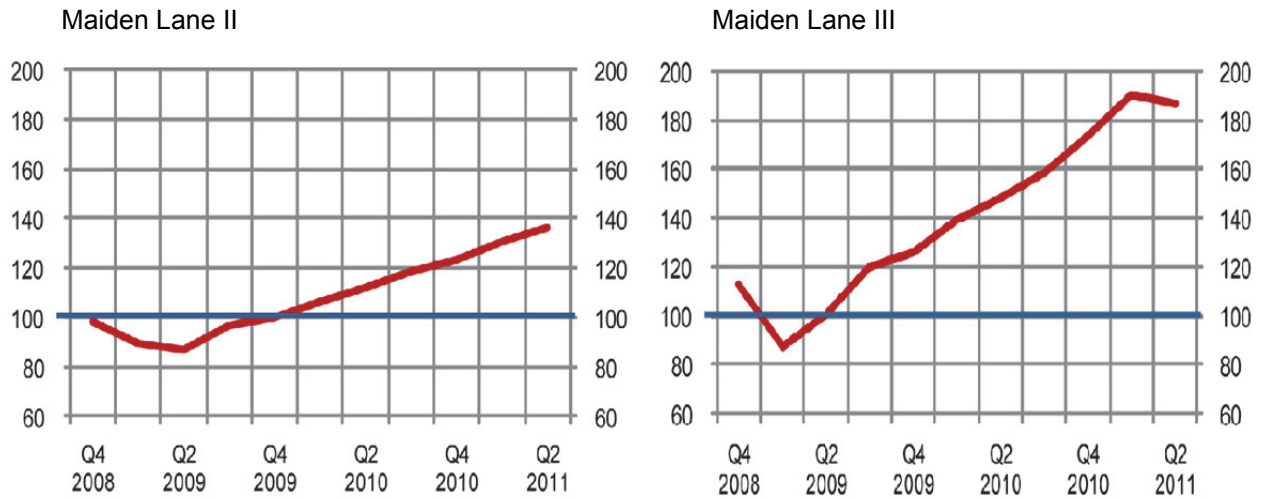
Извор: www.newyorkfed.org/markets/maidenlane

Состојба со 14.09.2011

Двата кредити Њу Јорк ФЕД ги одобри со рок на достасување од 6 години и каматна стапка од месечен LIBOR зголемен за 100 базични поени. Њу Јорк ФЕД воспостави посебен дел наречен Investment Support Office којшто имаше за цел континуирано следење на MLI, MLII и MLIII, со цел за

заштита на своите кредити, а во крајна инстанца заштита на даночните обврзници.

Графикон 12: Коефициент на покриеност, Сооднос средства/кредити



Извор: Њу Јорк ФЕД, достапно на www.newyorkfed.org/markets/maidenlane

Од графикон јасно се гледа дека во овој момент средствата на даночните обврзници не се загрозени односно вредноста на средствата е поголема од салдото на кредитот кај двете компании. Maiden Lane II и III се на добар пат успешно да ја завршат својата мисија и интересот на ФЕД. Интересен е начинот на поделба на вишокот на средства кои би останале на крај по целосната отплата на кредитот кон Њу Јорк ФЕД и одложената фиксна цена кон AIG со тоа што средствата од Maiden Lane II би се поделили во сооднос 5/6 во корист на Њу Јорк ФЕД и 1/6 во корист на AIG (или неговите фирми-ќерки) додека средствата од Maiden Lane III во сооднос 2/3 за Њу Јорк ФЕД и 1/3 за AIG.

Се разбира дека сити државни акции околу AIG имаа доста контроверзии и отпор во јавноста. Сепак мислам дека евентуален банкрот на AIG би имал драматични последици врз глобалниот финансиски и економски систем. Bernanke изјави дека ова можеше да резултира со финансиски и економски пад сличен на тој од 1930 година со катастрофални последици врз производството, доходот и вработениоста.

Одлуката да се позајмат средства на AIG беше тешка, бидејќи осврнувајќи се на системските проблеми бевме приморани да обезбедиме ликвидност за небанкарска институција врз којашто не вршевме супервизија, а чиј менаџмент носел слаби деловни одлуки. Сепак, нашите сознанија за консеквенциите од падот на AIG не остави без избор⁸⁵.

Табела 5: Плаќања кон контрапартнерите на AIG

(во милијарди усд)

Плаќања кон кредиторите на AIG		Плаќања кон CDS партнерите на AIG		
Barclays	7,0	Societe Generale	6,9	9,6
Deutsche Bank	6,4	Goldman Sachs	5,6	8,4
BNP Paribas	4,9	Merrill Lynch	3,1	3,1
Goldman Sachs	4,8	Deutsche Bank	2,8	5,7
Bank of America	4,5	UBS	2,5	1,3
HSBC	3,3	Calyon	1,2	3,1
Citigroup	2,3	Deutsche Zentral-Gon.	1,0	0,8
Dresdner Kleinwort	2,2	Bank of Montreal	0,9	0,5
Merrill Lynch	1,9	Wachovia	0,8	0,2
UBS	1,7	Barclays	0,6	0,9
ING	1,5	Bank of America	0,5	0,3
Morgan Stanley	1,0	Royal Bank of Scotland	0,5	0,6
Societe Generale	0,9	Dresdner Bank AG	0,4	0,0
AIG International	0,6	Rabobank	0,3	0,3
Credit Suisse	0,4	Landesbank Baden-W	0,1	0,0
Paloma Securities	0,2	HSBC Bank USA	0,0	0,2
Citadel	0,2		27,1	35,0
19,5 милијарди се од MLII додека 17,2 милијарди од Њу Јорк ФЕД и 7 милијарди од AIG	43,7	Плаќањата по основ на CDS и колатерални плаќања се изврши од два извори: MLIII и AIG	MLIII	AIG

Извор: Financial Crisis Inquiry Report, 2011 година

Од самата табела на исплата на средства од страна на AIG, по основа на достасани обврски, дополнителен колатарал или обврски по CDS се гледа конекцијата на оваа институција со глобалниот финансиски систем. Евентуален пад на AIG ќе предизвикаше огромни проблеми кај нивните контрапартнери. Евидентно е големото учество на европските банки во трансакциите со AIG. По овие трансакции Њу Јорк ФЕД беше предмет на

⁸⁵ Сведочење пред комисијата на Конгресот во врска со инволвирањето на Њу Јорк ФЕД во AIG на Thomas C. Baxter и Sarah J. Dahlgren, извршни подпретседатели на Њу Јорк ФЕД, 2010 година

голем број на критики во насока на тоа дека сите контрапартнери на AIG се исплатени во целосен износ (100%), односно во процесот на преговарање требало да се овозможи дел од ризикот и загубите да ги поднесат самите пазарни учесници. Сепак тврдењето на Њу Јорк ФЕД е дека во таков случај би се создала недоверба во владините акции, антиципирајќи ги истите како колебливи и половични.

*Го направивме тоа на начин кој не само што ќе предизвика најмалку трошоци за даночните обврзници, туку ќе помогне да се избегна многу поголема штета која би настанала без тоа*⁸⁶.

4.6. МЕНАЏЕРСКИТЕ НАГРАДИ КАКО РИЗИК ФАКТОР ВО ФИНАНСИСКИТЕ КОМПАНИИ

4.6.1. Менаџерските награди и финансиската криза

Прашањето за менаџерските награди (или популарно менаџерски бонуси) е континуирано присутно во академските трудови и истражувања, но во пошироката јавност се јавува периодично, главно како последица на настаната криза од индивидуален или глобален карактер. Акционерите секогаш претендираат на раководни функции да имаат способни менаџери, кои успешно ќе ја менаџираат компанијата и ќе остварат поголема добивка за акционерите. Имајќи предвид дека големите финансиски институции остваруваат огромни добивки изразени во милијарди усд, без разлика колку е голема поединечната награда таа не е многу сигнификантна во сооднос на остварениот резултат на компанијата. Токму затоа во последните декади евидентен е тренд на постојано зголемување на наградите на менаџерите (секако во истиот период паралелно растат и добивките на компаниите), кои достигнуваат и до десетици милиони усд годиншно. Но дали овие награди и начинот на кој истите се исплатуваат го зголемуваат ризикот на компанијата и системот како целина?

⁸⁶ Timothy Geithner, сведочење пред Комисијата за испитување на финансиската криза

Недостатоците во практиките на менаџерските наградувања беа еден од многуте фактори кои придонесоа за финансиската криза. Несоодветни бонус или друг вид на компензации можат да ги поттикнат менаџерите или вработените на пониски нивоа, како дилери или кредитни службеници да преземат неразумни ризици кои значително и негативно ќе влијаат на компанијата⁸⁷.

Овој дел на трудот не се однесува само на наградувањето на топ менаџментот, туку на целокупниот систем и принципи на наградување на сите вработени во финансиските организации, особено на лицата со права и одговорности во процесот на одлучување. Интересот за наградувањето особено е голем по кризата бидејќи во игра се и големи средства на даночните обврзници кои секако не преферираат овие средства да одат како бонуси за менаџерите кои всушност и ја довеле компанијата во ваква ситуација. Пред сè прашање на морал и филозофија е дали компаниите кои сега остваруваат профит, а биле спасени со владина помош, треба да овозможуваат бонуси за своите вработени? Алудирам на тезата дека ако не беа спасени воопшто немаше да бидат во состојба во годините што следат да остваруваат каква било добивка.

Практиката на наградување на менаџерите во периодот пред кризата се базирала на огромни бонуси во зависност од остварените резултати во тековната година. Ова ги мотивира менаџерите да преземат поголеми ризици кои би ја зголемиле добивката во тековната година без да се антиципираат можните загуби во наредните години. Секој што работи во финансиска институција е свесен дека проблемите од определен пласман настануваат по 1-2 години од неговото одобрување, а некогаш и многу подоцна⁸⁸. Перформансите на менаџерите и вработените се поврзуваат со краткорочни резултати (добивка или приход), без да се има во предвид

⁸⁷ Официјално соопштение на ФЕД, октомври, 2009 година (www.federalreserve.gov)

⁸⁸ Личното искуство во работата со кредитирање на компании го потврдува фактот дека во многу ретки случаи пласманот се влошува во првата година, односно ризиците излегуваат на површина после неколку години кога почнува и да се оштетува пласманот со директни импликации врз билансите на банката

„животниот век“ на определен финансиски инструмент и неговите долгорочни импликации.

Од една страна бонусите во финансиската дејност растеа со значително повисока стапка во однос на останатите дејности, а од друга страна во периодот на финансиска криза менаџерските награди покажаа нефлексибилност кон надолни пазарни движења, односно не ја отсликуваа реалната вредност на акционерскиот капитал. Многу полесно во време на експанзија наградите одеа нагоре, а многу тешко во услови на криза се движат надолу. Исто така во последните три декади сè повеќе се проширува јазот помеѓу менаџерските примања и просечните примања на останатите вработени.

Табела 6: Вкупни примања на главни извршни директори во 2007 година

<i>Компанија</i>	<i>Главен извршен дир</i>	<i>Вкупни примања*</i>
<i>Merrill Lynch</i>	John Thain	83.092.713
<i>Goldman Sachs Group</i>	Lloyd Blankfein	53.965.418
<i>Morgan Stanley</i>	John Mack	41.399.010
<i>JP Morgan Chase</i>	James Dimon	28.856.330
<i>Lehman Brothers</i>	Richard Fuld Jr.	22.030.534
<i>The Bank of NY Mellon</i>	Robert Kelly	20.515.810
<i>Bank of America</i>	Kenneth Lewis	20.404.009
<i>Fannie Mae</i>	Daniel Mudd	13.367.901
<i>Citigroup</i>	Vikram Pandit	3.164.320

Извор: *USAToday/money* (www.usatoday.com)

*Под вкупни примања се подразбира: основна плата, кеш бонус, акции, опции и останати бенефиции

Во табелата се дадени вкупните примања на дел од врвот на Wall Street во 2007 година, истата година во која започна финансиската криза. Кога ќе ги погледнете фрапантните бројки на вкупен годишен надомест, ќе си го поставите прашањето зарем има некој менаџер со толку поединечни квалитети за да ги заслужи овие примања? Сепак кога се гледаат бројките треба да се земе предвид нивната структура. Да го земеме на пример

податокот за Lloyd Blankfein, (GS): 27,5 милиони усд од вкупната сума се однесуваат на плати и бонуси во готовина (Total Cash Compensation), додека останатите 26,4 милиони усд се во вид на акции, опции и останати бенефиции. Оваа шема на наградување има за цел да ја поврзе на некој начин идната вредност на акциите на компанијата со успехот на менаџерот⁸⁹.

Факт е дека дел од добиените бонуси коишто не се во вид на исплата во пари, менаџерите ги изгубија или нивната вредност драстично се намали со падот на вредноста на акциите на тие компании. Сепак постојат и низа на емпириски податоци дека голем дел од непаричните бонуси се конвертирани (продадени) во пари во годините пред кризата. Bebchuk, Cohen и Spamann во своето истражување за менаџерските награди во Bear Stearns и Lehman Brothers, заклучуваат дека топ менаџментот на двете компании во периодот од 2000 до 2008 година успеал голем дел од непаричните бонуси да го претворат во готовина, во најголем дел со продажба на акции. Авторите пресметале дека вкупно во овој период првите пет менаџери на Bear Stearns и Lehman Brothers имале парични приливи на износ од 1,4 милијарди усд (BS) и 1 милијарда усд (LB) којшто се добиени од бонуси во готовина и капитални продажби (акции)⁹⁰.

Jensen и Murphy уште во 1990 година го таргетират проблемот дека речиси сите истражувања се базираат на висината на менаџерските бонуси, наместо на тоа како истите се утврдуваат и исплаќаат⁹¹. Наместо да се утврдува кој е платен највеќе според нив треба да се анализира кој е платен најдобро (од квалитативен аспект) од перспектива на начинот на утврдување на наградите и нивната врска со интересот на акционерите. Сепак темата на бонусите како ризик фактор во управувањето со финансиските институции треба да се погледне и од друг агол. Иако погоре

⁸⁹ Самиот даночен систем на САД е наклонет кон награди во вид на капитал. Најчесто користениот метод на опции за акции од компанијата вообичаено е поврзан со минимална вредност на акциите која што треба да се одржи за опциите да можат да се искористат

⁹⁰ Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen, Holger Spamann, "The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008" working paper, Harvard Law School

⁹¹ Види поопширно Jansen и Murphy, "CEO Incentives-It is Not How Much You Pay, But How", working paper, 1990 година

се наведени конкретни податоци за бенефитот на менаџерите на фирми кои што пропаднаа, треба да се има предвид дека нивното вкупно богатство ќе беше многу поголемо доколку нивните компании успешно го пребродеа овој период. Како илустрација на оваа теза ќе го земам примерот на Dick Fuld којшто пред банкротот на Lehman поседуваше 10,8 милиони акции. Највисоката вредност на овие акции беше 85,8 усд (Февруари 2007), што значи дека Fuld со пропаѓањето на Lehman изгуби 931 милион усд (со банкротот на компанијата овие акции немаат никаква вредност)⁹². Но во истиот овој период Fuld од продажба на акции вкупно наплати 461 милион усд.

Поддржувачите на политиката на менаџерски награди кризата ја правдаат со неуспех во менаџирањето на ризикот којшто не е резултат на погрешни поттикнувачки фактори, туку на низа погрешни одлуки коишто може да ги направи секоја компанија. *Најкоректен би бил заклучокот дека менаџерските награди не се клучниот проблем во настанувањето на финансиската криза, но начинот на кој истите се утврдуваат и исплаќаат во себе содржат негативни поттикнувачки фактори за преземање на поголем ризик и насочување кон големи краткорочни добивки.*

4.6.2. Системот на наградување мора да се подобри и да се заштитат долгорочните интереси на компаниите

Овде мора да се напомене дека секогаш интересот на регулаторот и акционерите не е на иста страна кога се во прашање менаџерските награди, бидејќи фокусот на регулаторите е секогаш кон стабилноста, а на акционерите кон профитабилноста. Овие две цели на долг рок се компатибилни, но на краток рок често не се. Stiglitz (2009) истакнува дека за

⁹² Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen, Holger Spamann, "The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008" working paper, Harvard Law School. Тоа што извршните директори имаа голем број на акции во своите компании значи дека истите не ја предвиделе магнитудата на ударот од финансиската криза.

да функционира пазарот ефикасно, приватните поттикнувачки фактори мора да бидат во иста линија со пошироките општествени цели.

Интересот на ФЕД е многу поширок отколку само на прашањето на менаџерските награди како такви. Тој е повеќе насочен кон менаџерските бонуси како резултат на законската обврска за стабилност и сигурност на банкарските организации кои ФЕД ги регулира⁹³.

Дека менаџерските бонуси имаат значително влијание врз сигурноста и стабилноста на системот е и податокот од истражувањето на Institute of International Finance (IIF) според кој од анкетирани 37 големи банки, дури 36 одговориле дека менаџерските бонуси беа еден од факторите во настанувањето на финансиската криза.

Како што истакнав погоре основен проблем на менаџерските награди е нивната краткорочна перспектива и охрабрувањето за „коцкарско“ преземање на ризик на сметка на долгорочните пошироки интереси. Најмалку што треба да се направи е наградите да не се базираат на резултатите од само една година, туку на перформасите на подолг рок, или пак значаен дел од бонусите кои се исплаќаат во тековната година да се задржат на некој вид посебна (escrow) сметка како осигурување од евентуални загуби во наредните години⁹⁴. Во слична насока треба да се гледа и интеракцијата на финансиски институции кои не се регулирани (како хеџ фондови) со банки и останати регулирани институции. Поголемиот обем на соработка помеѓу овие два различно регулирани ентитети доведува до нивен заднички ризик и прелевање на евентуална криза од нерегулирани кон регулирани субјекти.

Реформата на системот на наградување не може да се разгледува изолирано, туку како дел од поширок напор на индустријата за подобрување на ефикасното функционирање на финансиските пазари, што исто така вклучува клучни прашања како што е зајакнувањето на ризик

⁹³ Governor Daniel K. Tarullo, Говор на тема "Менаџерските награди, ризик менаџмент и стабилност", универзитет Maryland, 2009 година

⁹⁴ J.E.Stiglitz, "The Financial Crisis of 2007/2008 And Its Macroeconomic Consequences", working paper, 2009 година, страна 26

менаџментот⁹⁵. На состанокот на Г-20 во септември 2009 година, земјите презедоа обврска за заедничко делување во насока на имплементација на меѓународни стандарди на наградување кои ќе имаат за цел да ги намалат поттикнувачките фактори за преземање на поголем ризик⁹⁶.

Можеби најтемелна и сеопфатна анализа на моменталната ситуација со менаџерските награди и потребата за идни реформи ја дава Institute of International Finance (IIF) чија анализа ќе ја искористам во овој дел од трудот⁹⁷. Институтот поставува 7 основни принципи во политиките на наградување и го следи нивното исполнување од страна на финансиските компании. Истиот заклучува дека анализираните компании работат на проблематиката на менаџерските награди и имплементација на принципите на IIF, иако овие напори варираат кај определни принципи со јасен фокус и потреба од дополнителни мерки кај некои од нив. Најјургентно е во случајот на принципот број 3 кој се однесува на ризик прилагодени перформанси и временска димензија на наградите во однос на ризикот и профитот. Иако само 11% од анкетираните компании се изјасниле дека целосно го имплементирале овој принцип, дури 83% од нив имаат планови за корекција на недостатоците во примената на овој принцип. Главната поента е да се засили врската помеѓу преземениот ризик и профитот на долг рок, односно сите перформанси да се адаптираат за нивото на преземен ризик и временската рамка во кој истиот може да се манифестира.

Институтот охрабрува имплементација и на квалитативни критериуми при определувањето на наградите, затоа што доколу истите се базираат само на финансиските перформанси не значи дека ќе го рефлектираат поширокиот интерес на акционерите. Исто така не треба да се заборави дека секоја промена на начинот на наградување може да предизвика негодување и отпор на вработените. Токму затоа е потребна директна

⁹⁵ Institute of International Finance, "Compensation in Financial Services, Industry Progress and the Agenda for Change", 2008 година, страна 7

⁹⁶ Дел од заклучоците на самиотот Г-20 во Pittsburgh, 2008 година (www.pittsburghsummit.gov)

⁹⁷ Анализата е направена врз примерок од 37 членки на Институтот во 2009 година

поддршка и инволвираност во овој процес од највисокиот менаџмент на компанијата.

Табела 7: Усогласеност на финансиските институции со принципите на IIF

Принципи на наградување	целосно усогласни	парцијално усогласени	не планираат
Принципите на наградување треба да се базираат на перформаси и да се во линја со интересот на акционерите и долгорочна профитабилност земајќи го во предвид ризикот и трошокот на капитал	47%	53%	/
Поттикнувачките фактори кај наградите не треба да продуцираат превземање на ризик поголем од генерално утврдениот "апетит" за ризик на компанијата	66%	34%	/
Плаќањето на наградите треба се базираат на ризик и трошок на капитал прилагоден профит и да е во согласност со времската ризик рамка на тој профит	11%	83%	6%
Наградите треба да имаат компонента која се базира на импактот на поделната бизнис единица во споредба со слични бизнис единици и организацијата како целина	63%	33%	4%
Наградите треба да имаат компонента која ќе ги рефлектира резултатите на целата компанија во риск менаџментот и глобалните цели на истата	73%	23%	5%
Отпремнините треба се базираат на реализираните перформасни за акционерите во временски период	37%	38%	25%
Пристапот, принципите и целите на менаџерските награди треба да бидат транспарентни за акционерите	53%	35%	12%

Извор: Institute of International Finance, "Compensation in Financial Services, Industry Progress and the Agenda for Change, 2009 година

Веќе никој не го поставува прашањето дали менаџерските награди имаа влијание во финансиската криза, туку на кој начин и со која динамика да се одговори на овој предизвик? Напредокот на ова поле мора да се одвива на глобална основа да би се заштитиле компаниите од одлив на таленти кон земји со полиберална политика на наградување. Исто така и самиот процес на промени на принципите и процедурите на наградување треба да бидат транспарентни за акционерите и инвеститорите. И конечно,

од круцијално значење е да не се напушти оваа проблематика и дискусија во подобри времиња, односно да се задржат новите практики и претпазливост и во услови кога пазарот повторно ќе биде наклонет кон остварување на огромни добивки за финансиските институции.

4.7. УЛОГАТА НА РЕЈТИНГ АГЕНЦИИТЕ (S&P, MOODY'S, FITCH)

Историјата на рејтинг-агенциите исклучиво е поврзана со САД и развојот на пазарот на капитал во таа земја. Првите рејтинг-агенции се појавуваат по Граѓанската војна додека најголем замав земаат по финансиската криза од почетокот на 20 век. За разлика од САД развиените европски и азиски земји многу ретко ги користеа услугите на овие компании сè до пред 2-3 декади, кога како резултат на глобализацијата и потребата од ефикасен систем на информирање се усвои американската пракса. Важноста на рејтинг-агенциите не произлегува од тоа што ќе се рангира ризикот од определен инструмент, туку тие се дел од интегрираната инфраструктура на пазарната економија. Овозможуваат брз, унифициран и ефикасен проток на корисни информации кои овозможуваат носење на деловни одлуки. Денес е невозможно да позајмите средства на меѓународниот пазар доколку немате утврден рејтинг од страна на клучните рејтинг -агенции.

Како што се развиваше финансиската криза се поголемо внимание и фокус се насочуваше кон рејтинг-агенциите и нивната улога во дестабилизирањето на финансискиот пазар и давање на погрешни информации на инвеститорите. На овој пазар доминираат три исклучително влијателни рејтинг- компании: S&P , Moody's Investor Services и Fitch Rating. Овие рејтинг- агенции активно делуваа на пазарот на недвижности преку рангирањето на хипотекарно поврзани хартии од вредност во процесот на секјуритизација. Трите рејтинг- агенции имаат статус на национално признати статистички-рејтинг-организации (NRSRO) доделен од страна на Комисијата за хартии од вредност на САД, што значи дека рејтингот на овие

агенции може да се користи за утврдување на капиталните стандарди за брокер-дилерите. Признавањето на наодите на рејтинг-агенциите продолжува да се шири и од други владини тела, со што континуирано се зголемува нивниот импакт врз целокупниот финансиски и економски систем.

Проблемот на правилно антиципирање на ризикот од страна на рејтинг-агенциите не беше нешто ново, бидејќи истите беа едни од главните „обвинети“ за погрешните информации во случајот на Enron. Сепак проблемот со финансиската криза и особено хипотекарно поврзаните хартии од вредност е далеку поголем и со огромен системски ризик.

Subprime кредитите во 2006 година достигнуваат 20% од вкупно одобрените хипотерани кредити, а повеќе од 75% од овој пазар беше секјуритизиран, што значи дека subprime кредитите беа составен дел од определен пул кој сочинува хипотекарно покриена хартија од вредност. Оваа е сосема јасен сигнал дека постојат голем број на subprime кредити во оние хартии од вредност коишто беа рангирани AAA. Иако рејтинг-агенциите се независни и тие треба само да ги проценат пазарните инструменти, сепак докажани се голем број на случаи каде што тие дејствуваат советодавно кај финансиските компании од аспект на вклучување на максимално можен број на повеќе ризични пласмани во определена хартија од вредност, а со цел истата да го задржи рангот AAA. Прооцесот на рангарирање во најголем дел е инициран од издавачот на определен финансиски инструмент, којшто ја снабдува рејтинг-агенцијата со сите потребни податоци, извештаии, оперативна стратегија, целта на пласманот и слично.

David J. Reiss⁹⁸ тврди дека рејтинг-агенциите имаат големо влијание врз самото законодавство на определни држави во САД. Имено, доколку некоја од државите воведо строги правила, контраагресивното кредитирање (predatory lending), а со цел заштита на позајмувачите, рејтинг-агенциите можат да одбијат рангирање на финансиски производи во таа држава. Ова

⁹⁸ David J. Reiss е професор по право на Brooklyn Law School. Поопширно види: "Rating Agencies, Facilitators of Predatory Lending in Subprime Market", 2010 година

е поради фактот што тешко се проценува веројатноста од судски спорови кои би ги покренале позајмувачите кои се заштитени од страна на регулаторот, и каков импакт би имал овој процес врз вредноста на пласманот во иднина. Неможност за рангирање во модерниот финансиски систем практично значи замрзнување на пазарот. Ова ги обесхрабрува законодавците за носење на порестриктивни правила кои би ги заштитиле позајмивачите.

Иако легалниот систем во САД ги прифаќа рејтинг-агенциите и им дава кредибилитет на нивните податоци сепак самите агенции се слабо регулирани институции. Нивните грешки вообичаено се третираат само како лоша професионална одлука, без потешки консеквенции за нив. Самиот начин на нивно ангажирање, функционирање и плаќање ги прави склони кон нетранспарентност, конфликт на интерес и висока доза на субјективност. Суштината на активностите на рејтинг-агенциите е да овозможат поефикасен и конкурентен пазар од една страна и овозможување на рамноправност во пристапот до кредибилни информации од друга страна. Сепак историјата дава и низа на контрадикторни сигнали за тоа колкава „додадена вредност“ дават овие институции во развојот на пазарот. Во последните неколку декади тие не успеаја да предвидат неколку падови од системски карактер и во последната финансиска криза тие придонесоа за креирање на системски ризик⁹⁹.

Навистина од денешна гледна точка изгледа неверојатно како рејтинг-агенциите не реагираа навреме особено во врска хипотекарно поврзаните хартии од вредност. Првата акција во врска со subprime поврзаните хартии од вредност рејтинг-агенциите ја преземаа дури на 10 јули 2007 година, неколку месеци по широката јавна дебата и скептицизам во врска со овие финансиски инструменти.

Нормално е да се постави прашањето зошто пазарните механизми не ги отстранат неуспешните, а да ги наградат успешните рејтинг-агенции?

⁹⁹ Thomas J. Fitzpatrick, Chris Sagers, "Credit Rating Organizations, Their Role in the Current Calamity, and Future Prospects for Reform", working paper, 2010 година

Како и во секоја друга дејност, каде што субјектите коишто даваат лоши услуги, стануваат помалку атрактивни и со тек на време ги губат своите позиции на пазарот. Кога станува збор за институциите кои се занимаваат со рангирање на долг треба да се има предвид дека е ова неперфектен пазар со голем број на влезни бариери. Од друга страна трите рејтинг - агенции се комотни и во „полабаво“ рангирање се додека тоа го прават заедно. И конечно, секој најмувач на услугите на рејтинг- агенциите бара институција која ќе овозможи подобар ранг на нивниот инструмент. Ова имплицира дека доколку некоја рејтинг-агенција е поконзервативна во пристапот од останатите нема да има побарувачка за нејзините услуги.

Тоа што има многу контроверзии и дилеми околу функционирањето на рејтинг-агенциите не значи дека истите треба да се укинат, напротив нивното функционирање треба да се зајакне со подобра регулатива и давање на поттикнувачки фактори за заштита на инвеститорите, а не на издавачите. Ова најлесно може да се направи преку регулирање на плаќањето на самото рангирање. Се додека самите издавачи на долг ги плаќаат своите рејтинзи, и тоа однапред, без разлика на долгорочните перформанси тешко ќе биде да се избегне субјективноста и пристрасноста во нивната работа.

Можеби објективен проблем пред почетокот на кризата е фактот што статистичките податоци и модели на кои се базираа рејтинг- агенциите пред кризата не претпоставуваа такви силни потреси. Историските податоци особено во последните неколку декади покажуваат дека пазарните вредности или секогаш растат или во најлошо сценарио стагнираат или имаат благ пад. Очигледно дека методолошките пресметки многу малку вклучувале стрес сценарија кои претпоставуваат поголеми потреси кои ги нема фактички во историските податоци. Тоа што во статистиката од последните 20 години не е забележан пад на цените на недвижностите од 20% не значи дека тоа не може да се случи во иднина.

Сепак, постојат и мислења дека постоењето на конфликт на интереси помеѓу агенциите и компаниите кои издаваат должнички инструменти е

предимензионирано прашање и не е клучна причина во финансиската криза. Timothy J. Sinclair (2010) тврди дека конфликтот на интереси е нормална појава во социјалниот и економскиот живот во капитализмот. Исклучително е важно како институциите реагираат на појавата на конфликт на интереси, но самото постоење на истите не е основна причина за финансиската криза¹⁰⁰. Sinclair тврди конфликтот на интерес постои во многу сфери на нашето делување и дека не би требало по автоматизам да ги наруши фер односите. На пример, студентот плаќа за своето школување и од овие средства професорите земаат плата. Дали тоа значи дека оценувањето на студентите треба да е нефер, затоа што постои конфликт на интерес помеѓу тој што ја плаќа услугата и тој што ја дава?

Ова „филозофско“ размислување за конфликтот на интереси не ги ослободува рејтинг-агенциите од одговорноста за нивните постапки на финансискиот пазар и нивната улога во финансиската криза. Факт е дека тие требале и морале да делуваат подобро. Извештајот на Конгресниот комитет кој се базирал на анализата на работењето на S&P и Moody's непосредно пред кризата и на почетокот на истата несомнено заклучува дека овие две агенции директно ја поттикнаа кризата со тоа што беа приморани нагло да ги намалат „надуваните“ рејтинзи на комплексните хипотекарно поврзани финансиски инструменти. Ова имплицира дека рејтинг-агенциите требало многу порано да сигнализираат за проблемите на пазарот, да има логичен и умерен тек на појавата на проблемите, намалувањето на рејтинзите, а со тоа и на силината на ударот на финансискиот пазар. Постојат голем број на докази (email комуникации, директни сведочења), дека агенциите уште во 2006 година биле свесни за опасноста која е на повидок, но воопшто не реагирале. *"Ова е како да гледате ураган од Флорида како полека се движи кон копното. Не сме сигурни дали ќе не удри целосно, делумно или пак ќе не одмине...."*¹⁰¹.

¹⁰⁰ Види пошироко "Credit Rating Agencies and the Global Financial Crisis", Economic Sociology, 2010 година

¹⁰¹ Интерна email порака на вработен во S&P во 2006 година

Интересен е податокот за паралелниот раст на добивката на рејтинг - агенциите со бројот на инструменти кои се рангираат AAA. Од 2000 година до 2007 година профитот на трите рејтинг- агенции се зголемува од 2 до 3 пати (пример добивката на Moody's за 2007 година изнесува близу 2,3 милијарди усд), а во истиот овој период драматично се зголемува бројот на инструменти кои се рангираат со AAA, од само неколку на илјадници инструменти. Не е возможно во овој период од еднаш да се појавиле толку нови сигурни финансиски производи. Очигледна е трката за поголем профит и полабави стандарди.

Во буквално сите сведочења на одговорните лица на рејтинг-агенциите пред надлежните институции по кризата една реченица е константна „...*Нашиот рејтинг го изразува само нашето мислење....*“, а по оваа логика никој нема право да се казни за изразување на своето мислење. Сенаторот Carl Levin е многу директен во својот став кон рејтинг - агенциите тврдејќи дека тие го потценуваат проблемот и нивната вина во истиот. Тој истакнува дека со тоа што го преплавиле пазарот со токсични комплексни финансиски деривати кои се рангираат AAA, дале погрешни сигнали на пазарот, не ја исполниле својата улога, а се тоа го правеле за пари. Треба да се има предвид дека не само пошироката јавност, туку и најсофистицираните инвеститори ги користеле рејтинзите како основна детерминанта за своите одлуки. Погрешен рејтинг комплетно го изместува пазарот од реалните вредности.

3.7.1 Регулирање на рејтинг агенциите

"Кредит-рејтинг- агенциите се најголемата неконтролирана сила во глобалниот финансиски систем, а поради тоа и во националниот финансиски систем"¹⁰²

¹⁰² Изјава на претседателот на Federal Financial Supervisory Authority (BaFIN) пред финансискиот комитет на Германскиот парламент во 2003 година

Оваа изјава од 2003 година е само еден пример дека регулирањето на рејтинг- агенциите било поставувано на маса и пред кризата меѓутоа овие укажувања или не биле доминантни или експанзијата била толку голема што сите укажувања биле третирани како пречка за истата.

Денес широко е прифатено мислењето дека рејтинг- агенциите имаат своја директна вина во причините за финансиската криза којашто започна во САД и се прошири на глобалниот пазар. Агенциите погрешно го проценија ризикот на комплексните финансиските производи и поважно од тоа не ги променија своите проценки навремено за да превенираат глобална недоверба и наглиот пад на вредноста. Нивниот неуспех е резултат на методолошки грешки, конфликт на интереси и преголема желба за експанзија и профит. Од друга страна пристапот на регулаторите за саморегулација на рејтинг- агенциите се покажа како неадекватен и со низа на скриени ризици. Европа е првата којашто презема подрастични мерки за елиминирање на целосната саморегулација, и воведување на регулаторни механизми за овие институции.

Кога дискутираме за регулирањети на рејтинг- агенциите треба да се одговори на прашањето што точно треба да се регулира? Не е реално да се очекува дека со посилна регулатива ќе се отстрани системскиот ризик во целост. Улогата на рејтинг-агенциите е да ја проценат веројатноста од default на некој финансиски производ и ризикот кој тој го носи, но ова повторно се однесува на единечен продукт, а не на глобалната економија. Исто така Siegfried Utzig во својот труд "The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies" (2010 година) укажува дека регулативата не треба да се насочува кон конкретната методологија на работа на рејтинг-агенциите, затоа што на овој начин државата ќе влијае директно на утврдувањето на вредноста и ризикот на определен финансиски производ. Таа ниту има знаење ниту таква улога на пазарот. Владите и самите се издавачи на долг односно треба некој и нив да ги оценува. Постојат и крајно левичарски гледишта дека треба да се основаат државни рејтинг- агенции и да се исклучи приватниот сектор од овој бизнис.

Трите најголеми рејтинг-агенции делуваат глобално. Импактот од нивната работа е на целиот глобален пазар. Би било многу погрешно доколку земјите се обидуваат индивидуално да го регулираат овој сегмент. Полошо од дерегулација е комплексна и нејасна регулатива. Одговорот мора да биде глобален, да се утврдат основите за работа на агенциите, но не и основните методи по кои истите работат.

Првиот посериозен обид за регулирање на рејтинг-агенциите е уште во 2004 година по падот на Енрон. IOSCO¹⁰³ објавува правила за работа на рејтинг-агенциите со цел подобар квалитет на нивната работа и минимизирање на конфликтот на интереси, но овие правила не се мандаторни. Агенциите истите треба да ги применат или ако не ги применуваат да објаснат зошто не ги применуваат (comply or explain). Не постојат санкции за тие коишто не ги применуваат овие правила.

Најголемиот чекор напред е направен пред самиот почеток на кризата во 2006 година со усвојувањето на Credit Rating Agency Reform Act во САД. Пред усвојувањето на овој акт на пазарот делуваа само големите три рејтинг-агенции, додека за само 2 години од усвојувањето на овој акт 10 агенции поднеле апликација за регистрација со што е зголемена компетитивноста на овој пазар. За разлика од САД, во Европа пред кризата доминантно беше мислењето дека нема потреба од посебна регулатива на овој пазар освен притисок да се применуваат препораките на IOSCO од 2004 година. По почетокот на кризата барањата за посилна регулатива драстично се зголемуваат. Особено некои европски земји (пред сè Франција) бараат директна регулатива за рејтинг-агенциите и стриктни правила по кои истите ќе работат. Основите за посилна регулатива се поставени на состанокот на Г-20 во Вашингтон и Лондон во 2008 и 2009 година. Главните поенти на подобрената регулатива се насочени кон: поголемата транспарентност, решавањето на проблемот со конфликт на интереси и поголемата конкуренција на пазарот.

¹⁰³ International Organization of Securities Commissions е меѓународна организација која ги обединува регулаторите на пазарот на капитал од повеќе од 100 земји

Се добива впечаток дека преголем е фокусот на решавање на проблемот на конфликт на интереси и ефикасно корпоративно управување кај рејтин-агенциите. Колку и да има напредок на ова поле не може да даде одговор на сите прашања поврзани со рангирањето на финансиските инструменти. Пред сè мислам на зголемување на конкурентноста на пазарот, а во исто време задржувањето на влезните бариери и високите стандарди за оваа дејност. Исто така професионалноста на рејтинг-агенциите налага истите да не се грижат за системските ефекти на нивните рангирања кои можат да предизвикат спирала на негативни настани. Процикличноста на рејтинзите може да се контролира од страна на регулаторите пред сè во насока на признавање на нивните рејтинзи при утврдување на капиталните стандарди. На пример во услови на експанзија растот на кредитниот рејтинг на определена институција треба да се земе со резерва и само дел од тој раст да се земе предвид при утврдување на капиталните стандарди. Ова подразбира широка примена на стрест тестирања, а не на земање на податоците од рејтинзите како финални и апликативни.

Како што напоменав и погоре регулативата не треба да се однесува на тоа како се вршат самите рејтинзи (од техничко-методолошки аспект) туку на поголема транспарентност за постапките, провизиите и методите кои се користат од страна на агенциите. Инвеститорите покрај тоа како е рангиран определен инструмент треба да знаат и врз база на кои претпоставки и методи е дојдено до тој рејтинг. Ова ќе ја намали и појавата на „рејтинг шопинг“ (израз преземен од The Economist), бидејќи секој посериозен инвеститор при транспарентна постапка веројатно ќе го открие „набилданиот“ рејтинг.

И самите инвеститори во иднина треба да ги прошират варијабилите за носење на своите одлуки, а не да се базираат само на рејтинг-агенциите. Треба да се сфати дека тие само ја утврдуваат веројатноста, но не и апсолутната вистина (која е невозможно да се утврди). Ова ќе го

намали ризикот од масовни продавања и паника во случај на намалување на рејтинзите. Прв ваков случај беше примерот со намалување на рејтингот на САД од страна на S&P во 2011 година. Инвеститорите речиси и да не изреагираа, односно долгот на САД остана најбараниот финансиски производ на пазарот.

5. ПРЕЗЕМЕНИТЕ МЕРКИ ОД СТРАНА НА ДРЖАВАТА И ВЛИЈАНИЕТО НА ОВИЕ МЕРКИ ВРЗ БИЛАНСОТ НА ФЕД

5.1. МОЖНИ ЛИ СЕ ИСТИ РЕШЕНИЈА НА СЛИЧНИ ПРОБЛЕМИ?

Како што тврди професорот Таки Фити (2009) феноменологијата на економските кризи е исклучително комплексна. Нема идентични бизнис-циклуси во историјата на економските варијации, без разлика дали се гледа споредбено по земји и региони, или во иста земја во различни периоди¹⁰⁴. Ова имплицира дека ниту мерките коишто се применуваат во справување со истите не реагираат идентично во различни ситуации. Економската историја памети голем број на економски циклуси, различни владини политики и различни резултати. Тоа што ја карактеризира последната финансиска и економска криза е исклучително краткиот временски период во кој реагираа Трезорот на САД и Федералниот Систем на Резерви. Одлуките често се носеа преку ноќ, без доволно време за анализа и подготвеност на јавноста за вакви акции.

Уште една важна карактеристика на оваа криза е тоа што во нејзиниот почеток властите реагираат на микро ниво, односно на интервенции во определни компании. Ова беше прилично нова задача за нив, но и за пошироката јавност. Економската теорија, особено класичната не е наклонета кон вакви поединечно насочени акции. Но во овој случај властите не беа тие што ги диктираа наредните чекори, туку финансиската криза и настаните околу неа го диктираа секој чекор на администрацијата. Дури по првиот шок почнаа да се активираат макро мерки, кои имаа за цел реформа и стабилизирање на целиот систем.

Централните банки на развиените земји пред се САД, ЕУ и Јапонија веднаш реагираа со стандардната монетарна мерка, односно намалување на основната каматна стапка и каматната стапка во крајна инстанца. Но по

¹⁰⁴ Т.Фити, "Феноменологијата на Економските Кризи", Економски Факултет-Скопје, 2009 година, страна 254

неколку последователни монетарни инјекции и приближување на основната каматна стапка до 0% монетарната политика почна да ја губи својата моќ. Некогаш е многу ризично веднаш да се употребат најрадикалните монетарни мерки, бидејќи во случај на неуспех се губи кредибилитетот на акциите на централаната банка. Јавноста ова го антиципира како „пукање од најсилното оружје“, но без резултат. Токму затоа мерките против кризата продолжија со останатите инструменти на економската политика (пред сè фискални).

Мерките на фискалната политика беа различни во определени земји, но заедничка карактеристика за сите е тоа што беа исклучително „невообичаени“ за модерниот капитализам и класичната економска теорија. Тие подразбираа директни капитални интервенции во пооделни институции, директно кредитирање на недепозитарни институции, национализација на банки, државни гаранции за обврски на прватни компании и слично. Првата ваква радикална мерка ја презеде Англија со национализацијата на Northern Rock во јануари 2008 година. Владите на САД, Германија, Франција, Велика Британија и останатите европски земји преку фискалната политика до крајот на 2008 година, за консолидација на нивниот банкарски сектор (гаранции, откуп на средства и докапитализации) вкупно одобрија финансиски пакет вреден 4.253 милијарди евра или износ еднаков на 14% од нивниот бруто- домашен производ¹⁰⁵.

5.2. ПОСТАВЕНОСТА НА ФЕД И НЕГОВАТА ИНТЕРАКЦИЈА СО ВЛАДАТА

За да можеме подетално да навлеземе во анализата на комбинираните акции на Владата на САД (преку Трезорот на САД- Секретаријат за финансии) и Федералниот Систем на Резерви како одговорна институција за финансиската стабилност, најпрво ќе дадам некои основи на поставеноста на ФЕД и банкарскиот систем во САД.

¹⁰⁵ Т.Фити, "Феноменологијата на Економските Кризи", Економски Факултет-Скопје, 2009 година, страна 279

Конгресот ја дизајнираше структурата на Федералниот Систем на Резерви земајќи ја предвид широката перспектива на економијата и економските активности на сите делови на нацијата¹⁰⁶. Тој е федерален систем, составен од централно водена структура-Борд на гувернери со седиште во Вашингтон, и 12 Регионални Резервни Банки¹⁰⁷.

За разлика од ЕЦБ, ФЕД ниту сега, ниту кога било во историјата ја нема ценовната стабилност како основна своја цел. Дури во оригиналниот мандат од 1913 година ценовната стабилност не се ниту споменува како една од целите. Во согласност со Federal Reserve Act од 1977 година како цели на ФЕД се поставуваат: да ги промовира ефективно целите за максимална вработеност, стабилните цени и да ги менаџира долгорочните каматни стапки¹⁰⁸.

ФЕД е должен да ја контролира издржливоста на системот преку регулаторната политика кон банкарските институции и платежниот систем. Но во евентуални услови на криза ФЕД може да го омекне ударот врз финансиските пазари и економијата со агресивно и видливо овозможување на ликвидност преку операциите на отворен пазар и останатите инструменти на монетарната политика¹⁰⁹. Токму оваа функција на ФЕД му овозможи активна и силна интервенција на пазарот за време на финансиската криза.

Од друга страна статутот на ФЕД му овозможува интеракција и координација со Секретаријатот за финансии и останатите тела на администрацијата поврзани со економската политика. Ова му овозможи на Бордот на гувернери на ФЕД, интензивно да се координира со Владата и во „морално оправдани“ релации да спроведат заедничка политика како одговор на кризата.

¹⁰⁶ The Federal Reserve System, Purposes and Functions, FED, Washington, девето издание, 2005 година, страна 3

¹⁰⁷ Регионалните Резервни Банки се: Њу Јорк, Бостон, Филадельфија, Сан Франциско, Канзас, Кливленд, Ричмонт, Атланта, Чикаго, Сент Луис, Минеаполис и Далас.

¹⁰⁸ Federal Reserve Act, Секција 2A, 1977 година

¹⁰⁹ Federal Reserve System, "Purposes and Functions", FED, Washington, девето издание, 2005 година, страна 16

5.3. ОДГОВОР НА ФЕД НА ФИНАНСИСКАТА КРИЗА

Покрај стандардните мерки на монетарната политика на ФЕД, во услови на финансиската криза од 2007 година се преземаа и употребија низа на нови инструменти за кои беше тешко да се предвидат последиците и резултатите. Предноста во оваа анализа е тоа што американските институции се исклучително транспарентни во своите активности и теоретичарите имаат пристап до речиси сите одлуки на ФЕД и Секретаријатот за финансии. Всушност транспарентноста е еден од постулатите кој овозможува ефективна монетарна политика.

Во моментот на пишување на овој труд голем дел од мерките и програмите на ФЕД кои се презодоа за време на кризата не се веќе активни, но сепак се вредни за анализа и дискусија. Мерките на ФЕД во финансиската криза главно можеме да ги подлиме во три дела¹¹⁰:

1. *Првиот сет на мерки* се однесуваат на традиционалните инструменти на монетарната политика на ФЕД како позајмување во крајна инстанца, вклучувајќи краткорочна ликвидност на банкарските и останатите финансиски институции. Оваа улога ФЕД је презеде пред се како резултат на замрзнувањето на приватните банкарски канали и неможноста на финансиските компании да одговорат на тековните обврски.
2. *Вториот сет на мерки* се однесуваат на директно инјектирање на ликвидност кај позајмувачите и инвеститорите во клучните кредитни пазари.
3. *Третиот сет на мерки* се однесува на поширока примена на операциите на отворен пазар преку директно купување на долгорочни хартии од вредност кои беа „заглавени“ на пазарот. Најголем дел од овие мерки беа насочени кон владино спонзорирани компании (Freddie Mac и Fannie Mae).

¹¹⁰ www.federalreserve.gov

Иако овие мерки се разликуваат една од друга во голем дел сите тие имаат еден заеднички аспект: Сите се однесуваат на употреба на активната страната на средства од биласнот на ФЕД. Ова значи дека сите вклучуваат овластување на ФЕД да одобри кредит или купи хартија од вредност¹¹¹.

Една од првите мерки на ФЕД беше намалувањето на каматната стапка на позајмување во крајна инстанца и основната каматна стапка на операциите на отворен пазар (federal funds rate). Намалувањето на каматните стапки во квантитативен аспект е историски најрадикално намалување од страна на монетарна политика во услови на криза. Голем број на теоретичарите во тој период повикуваа на внимателност со ваков агресивен пристап бидејќи инфлацијата би била неминовен страничен ефект. Меѓутоа освен цената на нафтата и некои помалку важни производи, цените останаа стабилни неколку години по олабавувањето на монетарната политика.

Модерната економија во голем дел е психолошка игра, која се базира на очекувања. Доколку поединците и компаниите очекуваат економски раст, го насочуваат своето однесување во таа насока со зголемување на потрошувачката и инвестициите. Меѓутоа доколку овие очекувања не се материјализираат во определен временски период, психолошкото расположение зазема друг, песимистички правец. Токму тоа се случи раната есен 2008 година кога цените почнаа да паѓаат. Психолошкиот негативен ефект врз перспективите за брз и ефикасен излез од кризата дефинитивно ја забетонира кризата и во наредните години.

И според Bernanke намалувањето на каматните стапки не беше доволен потег и ги немаше очекуваните резултати, затоа што условите на кредитниот пазар драстично се заострија. Висината на каматната стапка беше од секундарна важност, сигурноста беше примарна. Токму затоа ФЕД премина кон порадикални мерки вклучувајќи и директно кредитирање на недепозитарни институции, а со цел придвижување на кредитниот пазар. Мерките на монетарната политика можат да бидат ефективни само доколку

¹¹¹ Ben Bernanke, Говор во London School of Economics, Јануари, 2009 година

пазарот функционира. Во спротивно не постојат пазарни движења преку кои ќе се пренесат ефектите на монетарното олабавување.

Треба да се има предвид дека сигналите на монетарната политика речиси секогаш се насочени кон краткорочните каматни стапки. ФЕД пробуваше да даде неколку официјални изјави за имплементација на политиката на каматни стапки на подолг рок да би се влијаело на долгорочните очекувања на пазарните субјекти. Токму затоа по одржувањето на декемврискиот состанокот на Бордот на гувернери, ФЕД објави дека очекува специфичните пазарни услови да бараат одржување на ниско ниво на основната каматна стапка подолг период. Дополнително во 2011 година Bernanke даде предвидување дека политиката на ниска каматна стапка ќе се оддржи најмалку уште 2-3 години, што е исклучително невообичаен потег на една централна банка.

5.3.1. Позајмување во крајна инстанца на депозитарни институции

Позајмувањето во крајна инстанца (или во САД познато како discount window) од страна на централна банка кон депозирани комерцијална банка е вообичаена активност во пазарните економии која има за цел да овозможи краткорочна ликвидност кога истата е потребна. Секој кредит подигнат преку овој инструмент мора да е целосно колатерализиран во мерка кој би ја задоволила централната банка. Позајмувањето во крајна инстанца во САД е поделено на: 1. Примарен кредит; 2. Секундарен кредит; 3. Сезонски кредит; и 4. Term Auction Facility (TAF). Последниот инструмент се воведе во декември 2007 година. Целта на овој труд не е теоретски да ги елаборира вообичаените механизми на монетарната политика туку само специфичните чекори кои се презедоа за време на финансиската криза.

Пред почетокот на кризата примарните кредити вообичаено се одобруваа со исклучително краток рок на достасување (преку ноќ) со каматна стапка од 100 базични поени над основната каматна стапка (federal

fun's rate). По почетокот на кризата ФЕД направи неколку сигнификантни промени кај овој инструмент. Во втората половина на 2007 година ФЕД најпрво ја намали маргината на каматната стапка за примарните кредити и основната каматна стапка на опрециите на отворен пазар на само 50 базични поени и го зголеми рокот на одобрување до 30 дена. Веќе во првиот квартал на 2008 година маргината дополнително се намали на само 25 базични поени, а рокот на достасување на зголеми на 90 дена¹¹².

Во декември 2007 година како резултат на затегањето на кредитниот пазар, ФЕД ја креира Term Auction Facility, како дополнителен инструмент за кредитирање на депозитарните институции. Сите субјекти кои се квалификуваат за учество на примарниот пазар, можат да се задолжуваат преку TAF. Исто така сите пласмани треба да се целосно покриени со колатерал. Разликата кај TAF е што каматната стапка се определува по пат на аукција (наддавање) на заинтересираните позајмувачи при понуда на фиксни износи. Последната TAF аукција е направена на 8. Март 2010 година што значи дека ФЕД го вовеле само како привремен инструмент.

Кај секундарните и сезонските кредити не се преземаа големи промени при справувањето со кризата односно акцентот се стави на примарните кредити и TAF.

5.3.2. Позајмување на примарните дилери (primary dealers)

Погоре во трудот е дадено објаснување за тоа кои се и што претставуваат примарните дилери во САД и какви се нивните релации со ФЕД (поточно Њу Јорк ФЕД). Вообичаено сите операции на отворен пазар Њу Јорк ФЕД ги извршува преку примарните дилери. Во март 2008 година ФЕД го креира инструментот наречен Primary Dealer Credit Facility (PDCF), којшто преставува краткорочен (преку ноќ) кредит кон примарните дилери кои имаат за цел дополнително да ги стабилизираат и забрзаат движењата

¹¹² Во 2010 година ФЕД го врати рокот на достасување како пред почетокот на кризата (преку ноќ) и ја зголеми разликата помеѓу каматната стапка на примарните кредити и основната каматна стапка на 50 базични поени

на пазарот. Кредитите преку оваа линија мораше да бидат целосно обезбедени со колатерал, којшто првично беше ограничен само на investment-grade хартии од вредност¹¹³, а подоцна се опсегот на можен колатерал се прошири и на други пазарни инструменти.

Во истата година (2008) во месец март ФЕД го креира и вториот инструмент за примарните дилери наречен Term Securities Lending Facility (TSLF). Овој инструмент овозможуваше позајмување на трезорски записи на примарните дилери со рок од еден месец, нормално со прифатлив колатерал. Овој инструмент имаше две компоненти на можен колатерал (Schedule 1, Schedule 2) којшто беше прилично широк, опфаќајќи и хипотекарни хартии од вредност и високорангирани корпоративни хартии од вредност. Оваа програма се прекина на 1 февруари 2010 година.

И конечно последниот нов инструмент за примарните дилери беше Term Securities Lending Facility Option Program (TOP), којшто овозможуваше опција на примарните дилери да повлечат краткорочни средства од TSLF програмата, преку System Open Market Account Portfolio против прифатлив колатерал. Овој инструмент всушност е зајакнување и дополнување на можноста за користење на TSLF програмата. Примарните дилери останаа клучни играчи на пазарот преку кои ФЕД можеше да ги пренесе акциите на монетарната политика врз финансискиот пазар. Значи да напоменам уште еднаш дека во овој труд се елаборирани само новите, дополнителни инструменти кои се воведоа по настанувањето на кризата. Традиционалните инструменти останаа да се применуваат и во овој период.

5.3.3. Останати кредитни линии кон позајмувачите и инвеститорите

Со настанувањето на финансиската криза ФЕД ја зајакна својата улога и овозможи ликвидност на институции кои не ги контролираше вклучувајќи позајмувачи и инвеститори на финансискиот пазар.

¹¹³ Investment grade хартии од вредност се исклучително квалитетни инструменти кои се рангирани BBB или повисоко од страна на S&P или Aaa или повисоко од страна на Moody's

Еден од најзначајните, а воедно и најконтроверзни инструменти во овој период е креирањето на Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) којшто овозможуваше долгорочна ликвидност на иматели на asset-backed securities (ABS), кои ги нудеа овие средства како колатерал. Оваа линија имаше за цел да опфати поширок спектар на пазарни учесници (а не само класични депозитарни институции) од една страна и широк спектар на хартии од вредност од друга страна. Со ова се очекуваше придвижување на пазарот на ABS коишто беа исклучително распространети со голем спектар на иматели на овие хартии од вредност¹¹⁴. Специфично кај кредитите одобрени по основа на оваа линија е тоа што истите се без облигација за враќање, односно доколку позајмувачот реши може да го предаде колатералот како опција наместо враќање на позајмените средства. Секако дека колатералот беше со соодвено кретење (haircuts) на неговата вредност што во случај на предавање кон кредиторот би претставувало еден вид капитално учество на позајмувачот.

Од друга страна TALF LLC¹¹⁵ се обврза евентуално преземените средства од страна на ФЕД да ги откупи по цена еднаква на дадениот кредит заедно со камата. ФЕД неколку пати ја прошири листата на прифатлив колатерал за време на кризата и го зголеми износот на расположливи средства. Ова беше во тесна поддршка на Секретаријатот за финансии којшто учествуваше со свој дел во финансирањето на оваа кредитна линија. Вкупниот износ на расположливи средства од програмата TALF беше 1 трилион долари.

Со развојот на кризата ФЕД воочи дека мора да се интервенира и на пазарот на комерцијални хартии од вредност (во најголем дел корпоративни обврзници), за која цел е создадена програмата Commercial Paper Funding Facility (CPFF). Оваа програма се реализираше преку посебна

¹¹⁴ Asset backed securities беа составени и колатерализирани од многу широк спектар на потрошувачки и корпоративни кредити вклучивајќи студентски кредити, автомобилски кредити, кредитни картички и слично

¹¹⁵ TALF LLC е специјално креирано друштво (SPV) со единствена цел немацирање на евентуално превземените средства од страна на Њу Јорк ФЕД. ФЕД утврди посебна шема за финансирање на TALF LLC кој подразбира извори на средства од Њу Јорк ФЕД, Секретаријатот за финансии на САД и остварена капитална добивка од трансакциите на TALF LLC

специјализирана компанија (SPV) наречена CPFF LLC којашто можеше да купи тримесечни непокриени корпоративни обврзници директно од нивните издавачи. Средствата посебната компанија ги добиваше од страна на ФЕД преку линијата CPFF, а истите беа обезбедени од корпоративните обврзници кои ги купуваше CPFF LLC. Оваа програма се затвори во февруари 2010 година. Овде би напоменал дека билансот на сите овие специјализирани друштва основани од страна на ФЕД мора да се консолитира со билансот на Њу Јорк ФЕД.

Asset Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility (AMLF) претставува програма која ја воведе ФЕД со која требаше да се финансира купувањето на висококвалитетни asset backed commercial papers од паричните фондови (money marked funds) од страна на банките. Оваа линија овозможи деблокада на ваков вид на хартии од вредност кои беа во билансите на паричните фондови кои се потешко го издржуваа притисокот за повлекување на средства. Исто така и за овие средства позајмувачите можеа да ја искористат можноста за предавање на колатералот наместо враќање на средствата.

И конечно последната програма за недепозитарни институции беше Money Market Investor Funding Facility (MMIFF). Овој инструмент беше креиран за да овозможи директна ликвидност за паричните фондови кои се соочија со голема побарувачка за повлекување на влоговите на нивните инвеститори. Овие кредити се одобруваа преку посебни друштва (SPV) врз база на колатерал понуден од страна на паричните фондови.

Погоре во овој труд се елелиборирани интервенциите на ФЕД во Bear Stearns и AIG. Во овој дел само би надополнил дека ФЕД исто така интервенираше во поединечна институција во случајот на Citigroup и Bank of America.

Сите овие програми за недепозитарни институции беа врз база на членот 13(3) од Federal Reserve Act којшто овозможуваше ваков вид на интервенции во невообичаени околности. А кризата се разбира беше невообичаена околност.

5.3.4. Операции на отворен пазар

Операциите на отворен пазар се главен инструмент на монетарната политика во развиените пазарни економии вклучувајќи ја и САД. Важно е да се наведе дека основна цел на ФЕД во употребата на овој инструмент е менаџирање на основната каматна стапка во однос на нејзиното таргетирано ниво. Сите операции на отворен пазар ФЕД ги врши исклучиво преку Њу Јорк ФЕД. Одговорен за овие операции е Federal Open Market Committee (FOMC). Финансиската криза од 2007 година драстично ја промени вообичаената политика на FOMC при извршување на операциите на отворен пазар, пред сè во насока на намалување на основната каматна стапка близу 0% и овозможување на голема ликвидност на пазарот. Пред почетокот на кризата овој инструмент се практикуваше преку исклучително ограничен спектар на високо квалитетни хартии од вредност. Како резултат на затегнатите пазарни услови во 2008 година ФЕД ја прошири листата на прифатливи хартии од вредност за операциите на отворен пазар. Ова пред сè се однесуваше на купување на директни обврски од Fannie Mae и Freddie Mac по основа на од издадените или гарантираните хипотекарно поврзани хартии од вредност.

ФЕД објави план за купување 100 милијарди долари долг од владино спонзорираните друштва (GSE) и 500 милијарди долари во хипотекарно поврзани хартии од вредност издадени од истите друштва. Ова веднаш резултираше со намалување на каматните стапки на хипотекарниот пазар и дополнителна можност за позајмувачите да го рефинансираат својот долг од една страна и да се зголеми побарувачката за домови преку поголема достапност на кредити за новите купувачи. Овие операции ја променија структурата во билансот на ФЕД од доминантно краткорочни повратни инструменти кон долгорочни инструменти кои се држат до достасување .

ФЕД е должен да ја известува јавноста на неделна основа за промените во салдото на хипотекарно поврзаните хартии од вредност во неговиот биланс. Подолу во трудот во делот на промените во билансот на

ФЕД подетално е даден волуменот на овие трансакции од почетокот на кризата до денес.

Графикон 13: Акциите на ФЕД ја намалија каматната стапка на хипотекарните кредити



Извор: Bloomberg. Market data, 2010

5.3.5. Дополнителни мерки како одговор на финансиската криза и клучни прашања

Дополнително на сите овие инструменти ФЕД одобри билатерални валутни свопови со 14 странски централни банки. Бидејќи глобалниот финансиски пазар беше загрозен, ФЕД презеде мерки со кои се овозможи доларска ликвидност на странски банки преку нивните централни банки.

Сите активносни на ФЕД во овој период од денешна гледна точка може да се заклучи дека немаа голем ризик од загуби по ФЕД. Сите кредити беа колатерализирани повеќе од вообичаеното, а голем дел од нив веќе се вратени заедно со камата. Валутните свопови беа гарантирани од страна на партнерските централни банки, а не од комерцијалните банки кои крајно ги користеа тие средства.

Bernanke (2009) инсистира сите акции на ФЕД за време на кризата да се третираат како кредитно олеснување (credit easing) а не квантитативно олеснување (quantitative easing). Тој тврди дека пристапот на ФЕД во

поддршката на кредитниот пазар е сосема различен од класичниот концепт на квантитативно олеснување практикуван од Јапонија во периодот од 2001 до 2006 година. Главната карактеристика на пристапот на ФЕД е што го менаџира пазарот преку директно кредитирање и купување на хартии од вредност со што се зголемува активната страна на билансот на ФЕД (средствата). Сепак ова делумно е резултат и на различните услови во двете земји. Во периодот на кризата во САД кредитниот пазар беше многу посилно погоден и помалку функционален за разлика од Јапонија, и беа потребни мерки директно насочени кон олеснување на приватниот кредитен пазар. Ова имплицира дека за разлика од Јапонија каде што квантитативното олеснување беше главно преку ниски каматни стапки и зголемување на монетарните агрегати, пристапот во САД мораше да биде посложен земајќи ги предвид различните ефекти и мултипликатори на поединечна акција (различни видови на кредит и директно купување)¹¹⁶.

Доколку се постави таргет на висина на билансот на ФЕД како што би бил случајот при квантитативно олеснување, би предизвикало обратен ефект на напорите на ФЕД во насока на затегнување на политиката на позајмување во моменти кога пазарните услови се влошуваат¹¹⁷. И уште еден феномен е фактот што иако ликвидноста е драстично зголемена пошироките монетарни агрегати M1 и M2 не се зголемени со иста пропорција. Ова е поради фактот што голем дел од расположливите средства банките не ги пласираат кон клинетите односно ги држат како депозити во ФЕД.

Секако дека голем предизвик представува начинот и временската рамка во која билансот на ФЕД ќе се врати во некоја нормална, предкризна рамка. Еден од клучните инструменти во овој процес е овластувањето што го доби ФЕД од страна на Конресот за да може да плаќа камата на депозитите коишто ги имаат банките во централната банка. Секое

¹¹⁶ Bernanke дава едноставно објаснување дека 1 долар даден преку кредит кај комерцијална банка нема ист ефект со на пример 1 долар даден на примарен дилер или пак 1 долар купена хартија од вредност.

¹¹⁷ Ben Bernanke, Говор во London School of Economics, Јануари, 2009 година

зголемување на оваа каматна стапка ќе повлече зголемување на сите активни каматни стапки затоа што нема логика која било пазарна каматна стапка да биде под нивото на каматата што ја плаќа ФЕД на депозитите на банките. Овој инструмент ФЕД ќе го примени во случај на позначајно економско опоравување и евентуална појава на ризик од инфлација. Зголемувањето на каматните стапки несомнено ќе го стабилизира овој процес. За жал (или са среќа) тој момент сè уште не е дојден.

5.4. ТРАНСФОРМАЦИЈАТА НА БИЛАНСОТ НА ФЕД

Како резултат на активната улога на ФЕД во спречувањето на уште посилни последици од финансиската криза, консолидираниот биланс на Централната банка драстично се зголеми. И не само што квантитативно порасно туку и самата негова структура доживеа големи промени. Според некои индикатори ФЕД во моментот е најголемата банка во САД¹¹⁸. Сите овие промени во билансот мора да се разгледаат во динамична линија и земајќи го предвид променетото ниво на ризик од таков биланс.

Структурата на билансот на ФЕД пред кризата беше прилично едноставен. Околу 90% од активата се состоеше од трезорски записи, а 90% од обврските беа во форма на доларски банкноти¹¹⁹. ФЕД вообичаено користи само 5% од своите средства при моделирањето на монетарната политика. За време на кризата како што е елаборирано погоре во трудот банките го намалуваат кредитирањето помеѓу нив, освен кога како колатерал се нудат трезорските записи. Од друга страна средствата (покрај трезорските записи) кои се нудеа како колатерал, почнаа драматична да ја губат својата вредност. Во ваков случај ФЕД е единствената институција која има овластување и капацитет да интервенира и да го олесни движењето на капитал на пазарот. За оваа цел ФЕД ги моделира и

¹¹⁸ Peter Stella, "The Transformation of the Federal Reserve System Balance Sheet and Its Implications", The Robert Kolb Series in Finance, 2010 година, страна 483

¹¹⁹ ФЕД е единствен издавач на пари во САД. Во историјата на постоење на ФЕД билансот постепено се зголемувал како резултат на зголемување на парите во оптек. ФЕД ова го прави по пат на купување на трезорски записи.

дополнува класичните инструменти со нови рокови, износи, потенцијални позамувачи и прифатлив колатерал.

Сè до септември 2008 година политиките на ФЕД беа насочени кон намалување на каматната стапка, но без видливо зголемување на билансот. Единствено во овој период се промени структурата на средствата односно се намалија трезорските записи, а се зголеми делот на кредити кон депозитарните институции¹²⁰. Со други зборови не се промени квантитетот на билансот, но се промени неговиот квалитет во корист на поризични финансиски производи. Билансот на ФЕД од квантитативен аспект почна драматично да се променува по банкротот на Lehman, кога стана јасно дека е потребна поголема акција за одржување на кредитниот пазар на функционално ниво. Во декември 2008 година ФЕД и јавно објавува дека го користи сопствениот биланс за да го помогне функционирањето на кредитниот пазар. Ова всушност значеше дека билансот ќе се зголеми со купување на нови поризични производи.

Оваа нова политика на ФЕД со која се намали учеството на трезорските записи во неговиот биланс, всушност значеше можност за неограничено инвестирање во ризични инструменти кои можат да ги загорзат средствата на ФЕД. Доколку последната експанзија на билансот на ФЕД ја погледнеме во историски контекст, лесно ќе заклучиме дека интервенциите во периодот на финансиската криза се уникатни по својот квантитет и структура, односно интервенција од вакви размери не е позната во историјата. Само во 2008 година билансот на ФЕД се зголемува за повеќе од двојно, достигнувајќи 2,2 трилиони усд.

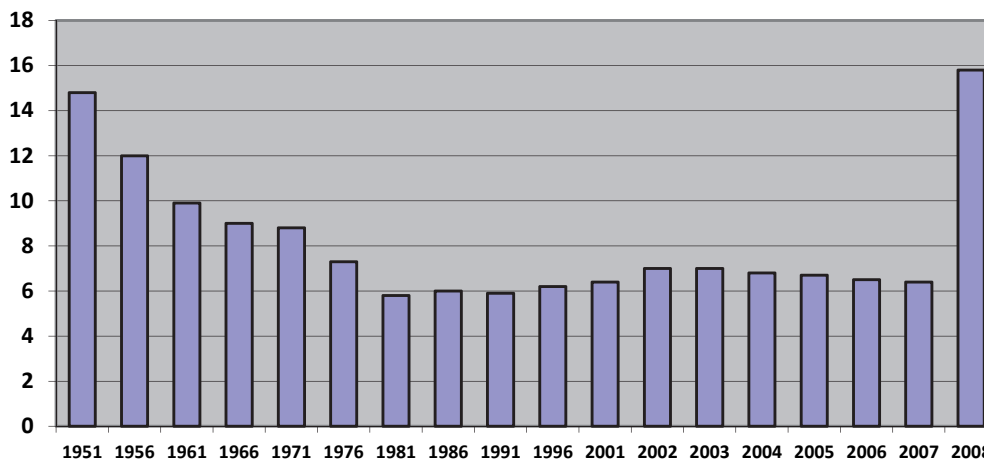
5.4.1. Динамичка анализана на билансот на ФЕД

Движењето на билансот на ФЕД од Втората светска војна, па до 2008 година вглавно е детерминиран од порастот на банкнотите во промет и растот на биланост е паралелен со растот на доларите во оптек. Односно,

¹²⁰ Во најголем дел ова се однесуваше на кредитот на JP Morgan при аквизицијата на Bear Stearns

промената на активната страна на билансот (делот од билансот со кој се влијае врз кредитниот пазар) е исклучително мала и со незначајно учество во однос на државните хартии од вредност кои всушност само ја отсликуваат побарувачката за доларски банкноти. Доколку го земеме предвид само активниот дел од билансот со кој може да се влијае на кредитниот пазар, истиот во периодот од 2006 година до 2008 година е зголемен за приближно 4000%¹²¹. Од другата (пасивната) страна на билансот овој неверојатен раст на активни ставки е проследен со раст на депозитите на деловните банки во ФЕД којшто беа релативно константни во периодот пред кризата.

Графикон 14: Вкупните средства на ФЕД во однос на БДП на САД



Извор: Официјални податоци од ФЕД, од повеќе извештаи достапни на веб страна

Пред кризата сите операции на ФЕД беа водени од тенденцијата за прифаќање на минимален ризик во своите операции, и да се сведе на минимум влијанието на овие операции на кредитниот пазар и вредноста на средствата со кои се тргуваше на истиот. За разлика од овој период, по почетокот на кризата ФЕД јавно објави дека активно ќе учествува на пазарот преку зголемување на својот биланс, а со цел менаџирање на вредноста на „замрзантите“ средства, што пак подразбира прифаќање на поголем ризик.

¹²¹ Извор: Меѓународен Монетарен Фонд

За да дадам поилустративна слика за големината на билансот во ФЕД во однос на комерцијалните банки и комплетниот финансиски сектор ќе ја искористам анализата на ММФ. Имено, во ова истражување се споредува билансот на ФЕД во однос на најголемите комерцијални банки во САД во три периоди: 2001, 2006 и 2008 година. За поедноставување на анализата вкупниот биланс на ФЕД ќе го намалиме за износот на доларските банкноти на едната страна и државните хартии од вредност на другата страна, бидејќи овие ставки не се споредливи со приватниот сектор.

Табела 8: Најголеми комерцијални банки-2001 година

Ранг	Име на институција	Средства (билиони усд)	Кумулативно пазарно учество %
1	Bank of America	552	9
2	JP Morgan Chase	538	18
3	Citibank	452	25
4	Wachovia	233	29
5	Fleet Bank	188	32
	ФЕД	43	Апсолутно учество 1%

Табела 9: Најголеми комерцијални банки-2006 година

Ранг	Име на институција	Средства (билиони усд)	Кумулативно пазарно учество %
1	Bank of America	1196	13
2	JP Morgan Chase	1176	26
3	Citibank	1019	37
4	Wachovia	518	43
5	Wells Fargo	399	47
	ФЕД	90	Апсолутно учество 1%

Табела 10: Најголеми комерцијални банки-2008 година

Ранг	Име на институција	Средства (билиони усд)	Кумулативно пазарно учество %
1	JP Morgan Chase	1746	15
2	Bank of America	1472	28
3	Citibank	1227	39
4	Wachovia	635	44
5	Wells Fargo	539	49
	ФЕД	1393	Апсолутно учество 12%

Извор: ММФ, ФЕД; делот на апсолутно учество на ФЕД се добива преку соодносот на средствата на ФЕД со вкупните банкарски средства

Од табелите погоре може да се заклучи драстично поголема улога на ФЕД на банкарскиот пазар, кој пред кризата учествуваше со незначителни 1%.

Со анализа на билансот на ФЕД може да се донесе прилично сигурен заклучок за политиката која се спроведува. Во претходните неколку години со дизајнирањето и имплементацијата на низа на нови кредитни и политики на отворен пазар ФЕД ја зголеми комплексноста на својот биланс, а со тоа привлече поширок јавен интерес од порано. ФЕД го објавува својот биланс на неделна основа како би ја зголемил својата транспарентност и одговорност пред јавноста. Билансот се објавува со низа на дополнителни и објаснувања кон него со цел покрај квантитативната да може да се направи квалитативна анализа на последните билансни движења.

Финансиските извештаи изготвени од страна на Бордот на гувернери се изработени врз генерално прифатените сметководствени принципи во САД (GAAP) како и врз основа на специфичните принципи за сметководство на Централна банкарска институција во САД познати како Financial Accounting Manual. Примарната разлика помеѓу генерални и специфичните сметководствени принципи е во начинот на презентирање на сите хартии од вредност добиени преку механизмот на отворен пазар. Овие средства се водат по амортизирана за разлика од фер вредност која е случај според GAAP. Принципот на амортизиран трошок е прилагоден имајќи ја предвид специфичната улога на Централната банка-водење на монетарна политика. Односно оваа вредност повеќе одговара на соодветниот тајминг на стекнување на истите и квантитетот на средства во банкарскиот систем. Уште една важна разлика е тоа што ФЕД не изработува извештај за готовински тек (cash flow).

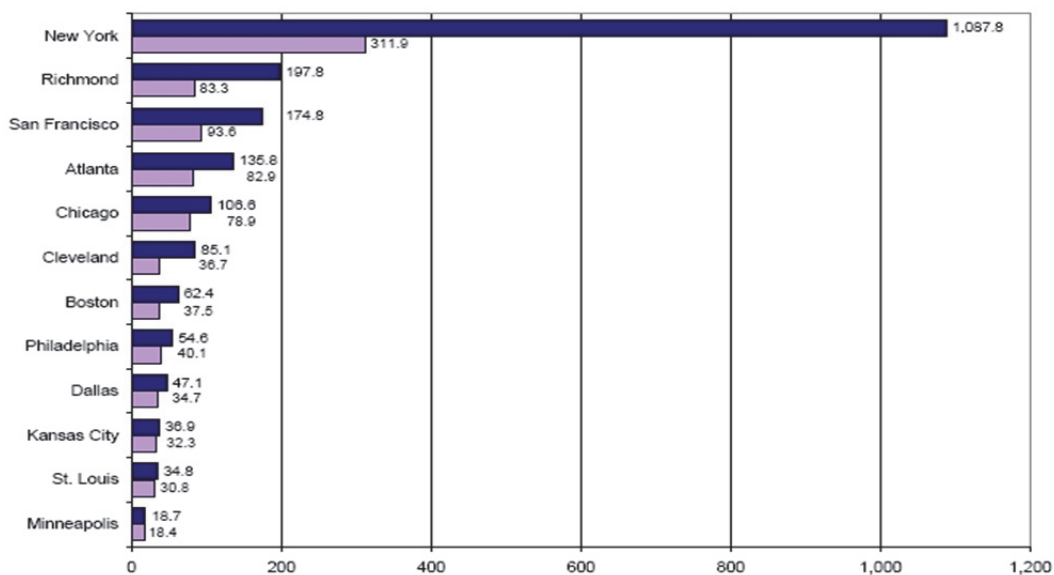
5.4.2. Како се менуваше билансот на ФЕД?

Пред да преминеме на конкретните промени во самиот биланс на ФЕД да се задржиме на кратко на структурата на консолидираниот биланс.

Како што споменав погоре ФЕД е составен од 12 Регионални Резервни Банки кои имаат свои овластувања во определени делови од САД и го сочинуваат Системот на федерални резерви. Значи деловните банки немаат директни релации со Бордот на гувернери на ФЕД и централната структурата во Вашингтон, туку имаат релации со Регионалната резервна банка под чија директна контрола се.

Њу Јорк ФЕД е единствената Регионална банка која е овластена да врши операции на отворен пазар во името на целиот систем. Токму поради ова како и фактот што најголем дел од големите банки се лоцирани на територијата на Њу Јорк (Bank of America е лоцирана во Шарлот), билансот на оваа Регионална банка претрпи најголеми промени. За само една година од јануари 2008 година до јануари 2009 година, вкупните средства на оваа Регионална банка се зголемија од 311 милијарди усд на 1 089 милијарди усд или повеќе од три пати.

Графикон 15: Промена на вкупните средства во билансот на 12-те Резервни банки (2008-2009)



Извор: ФЕД, Периодичен извештај, 2010 година

Во продолжение следи динамичка анализа на билансот на ФЕД прикажана преку селектирани три пресечни периоди:

Табела 11:Билансот на ФЕД во три селектирани периоди

Средства	Јуни 2007	Декември 2009	Јануари 2012
Средства во злато	11.037	11.037	11.037
Специјални права на влечење	2.200	5.200	5.200
Монети	938	2.047	2.316
Хартии од вредност, репро договори и кредити	810.684	2.010.339	2.614.151
• Хартии од вредност до достасување	790.497	1.844.722	2.605.171
○ Трезорски записи	790.497	776.587	1.663.438
○ Федерални агенции	0	159.879	103.994
○ Хипотекарни хартии од вредност	0	908.257	837.739
• Повратни договори	20.000	0	0
• Кредити	187	165.617	0
CPFF портфолио	0	14.072	
Портфолио во Maiden Lane LCC	0	26.667	7.239
Портфолио во Maiden Lane II	0	15.697	9.143
Портфолио во Maiden Lane III	0	22.660	17.788
TALF портфолио	0	298	811
AIA Aurora и ALICO портфолио	0	25.000	0
ФЕД liquidity swaps	0	10.272	99.823
Останати средства	44.019	93.969	152.562
Вкупна актива	868.875	2.237.258	2.920.069
Обврски			
Банкноти	775.052	889.678	1.032.534
Обратни поврани договори	30.134	70.450	88.111
Депозити	20.574	1.209.135	1.726.984
Одложено достапни кеш средства	3.838	2.223	2.411
Останати обврски	6.133	13.642	16.230
Вкупно обврски	835.730	2.185.139	2.866.269
Капитал	33.145	52.119	53.800

Извор: ФЕД, Движење на билансот на состојба (www.federalreserve.gov/monetarypolicy)

Вака поставена анализа на билансот на ФЕД веднаш ги дава големите разлики по поделни позиции во анализираните периоди.

Најголемо зголемување на активната страна има кај хартиите до вредност кои се сопственост на ФЕД и тоа во 2009 година за прв пат се појавуваат хипотекарните хартии од вредност во висина од цца 900 милијарди усд. Веќе на почетокот на 2012 година овој износ е намален за цца 71 милијарда усд, односно ФЕД успеал да продаде дел од ова портфолио. Во 2007 година ФЕД воопшто нема вложувања во други хартии од вредност освен трезорските записи.

Во 2007 година во билансот воопшто и не се појавуваат различните вложувања преку т.н SPV, кои заземаат значајно место од 2009 година па до денес. Евидентно е дека во средината на 2007 година ставката на дадени кредити е исклучително мала. Ова е поради тоа што банките многу ретко се одлучуваа да позајмат во крајна инстанца поради негативната перцепција (стигма проблем) во јавноста. ФЕД креираше и низа на програми кои во суштина го имаа истиот ефект како позајмувањето во крајна инстанца меѓутоа беа пазарно поприфатливи. Меѓутоа на почеток на 2012 година оваа ставка е целосно елиминирана што значи дека ФЕД си ги повратил сите позајмени средства без загуби.

На страна на пасивата ова зголемување на активата речиси целосно се пресликува преку зголемените депозити на деловните банки во ФЕД и делумно на зголемување на банкнотите во оптек. Овие зголемувања не се однесуваат на задолжителните депозити кои законски се обврзани банките да ги држат на сметката во ФЕД, туку на депозитите кои се над законскиот минимум. Ова покажува дека банките сè уште не се доволно сигурни во пласман на своите средства во поекспанзивно кредитирање. И токму овој податок за зголемените депозити на банките во ФЕД е една од основните причини зошто нема инфлаторни притисоци и покрај инјектираната ликвидност од страна на Централната банка. Иако пошироките монетарни агрегати растат, M2 на пример е прилично стагнантен. ФЕД е свесен дека како ќе зајакнува економијата банките ќе станат похрабри и ќе ги пласираат своите средства во попрофитабилни инвестиции (кредити на компании и население). Ова е моментот кога ќе мора да се контрахира монетарната

политика како би се избегнал инфлаторен притисок. Најдобра алатка за ова е овластувањето што го доби ФЕД да плаќа камата на средствата на банките кои се држат во ФЕД. При секој поголем притисок за повлекување на овие средства со цел пласман на истите во кредити ФЕД може да ја зголеми каматата на депозитите и да ги дестимулира банките во намерата за повлекување.

Во сите акции на ФЕД е забележана тенденцијата да се влијае на активната страна на билансот, а пасивната само соодветно да ги следи движењата. На пример самото купување на хипотекарни хартии од вредност има за примарна цел ослободување на замрзаните средства и раздвижување на пазарот, а не зголемување на парите во оптек (и ова е важно, но сепак е секундарно).

5.4.3. Зголемување на ризикот

Доколку се погледне структурата на билансот на крај на 2006 година и крајот на 2008 година уште на прв поглед евидентен е падот на владините хартии од вредност и огромниот раст на девизните свопови, кредити, хипотекарно поврзаните хартии од вредност и особено влоговите во средствата на Maiden Lane LLC I, II и III. Сепак комплетната анализа за ризичноста на билансот на ФЕД не е толку едноставна и не треба да се носат заклучоци веднаш. Мора да се земат предвид цените по кои овие средства се стекнати, степенот на варирање на нивната вредност, проекции за нивната перспектива и претпоставки за степенот на наплата од евентуална реализација на колатералот.

Мора да се има предвид дека поголемиот степен на ризик може да доведе и до капитални добивки на Централната банка. Но овде веднаш би напоменал дека оваа воопшто не е примарен интерес на ФЕД, туку тенденцијата е во определен временски период да се ослободи од овие средства и да го врати билансот во нормални рамки. Централната банка не е основана за да остварува капитални добивки туку за да го заштити

системот од поголеми дисторзии и да овозможи определен раст на економијата. Сакам да напоменам дека во овој момент структурата на биласот на ФЕД е исклучително динамична и возможни се поголеми промени за само краток временски период. Тоа значи дека во моментот на читање на овој труд околностите најверојатно нема да бидат исти со моментот на негово пишување.

Но како би можел ФЕД да се справи со евентуални поголеми загуби од трансакциите направени во време на кризата? Односно, кој и како би ги покрил тие загуби без да се наруши функцијата на Централната банка? Stella (2010 година) дава едноставно објаснување дека исто како и кај секоја деловна банката и кај Централната банка загубите треба да се покријат од два извори: добивки и капитал.

Федереалниот систем е една од најконстантните профитни институции во светот остварувајќи позитивни финансиски резултати во претходниот еден век вклучувајќи го и периодот на големата депресија. Просечната годишна добивка на ФЕД во периодот од 2004 година до 2008 година изнесува 30,7 милијарди усд и просечниот поврат на капиталот (return on capital) е близу 100%, што е многу повеќе од повратот на капиталот на комерцијалните банки¹²².

Stella ја зема 2008 како референта година и претпоставка дека во истата ФЕД ќе генерира загуба од 200 милијарди усд. Тој трга од претпоставката дека консолидираниот капитал на ФЕД на крајот на 2008 година изнесува 42 милијарди усд кој заедно со добивката за истата година ќе даде износ за покривање на евентуална загуба од близу 73 милијарди усд. ФЕД е единствениот издавач на доларски банкноти, којшто ги набавува по цена на нивното физичко принтање, а ги продава по номинална вредност. ФЕД просечно во периодот од 2004 до 2008 година издава банкноти во износ од 28 милијарди усд. Овие три извори заедно (добивка, капитал и банкноти) овозможуваат без никаков проблем

¹²² На комерцијалните банки и е потребно во просек 7 години за да го дуплираат својот капитал додека на ФЕД ми е потребна само една.

покривање на годишна загуба од цца 100 милијарди усд. Овде треба да се земе предвид дека ФЕД наплаќа камата на своите средства што значи дека зголемена актива на билансот ќе генерира повеќе приходи по основа на камата.

Евентуална загуба над овој износ може да се покрие од остварените добивки во наредните години кои наместо да се трансферираат во буџетот на САД (како што е пракса) ќе се задржат за покривање на загуби се додека не дојде билансот повторно со позитивен капитал. Ова значи дека не постои сериозна опасност од крах на ФЕД, но овие загуби крајно би ги покриле даночните обврзници со тоа што буџетот на САД ќе биде скратен за овие неданочни приходи. Во овој случај е неизбежна реакција од Конгресот и Белата Кука кои би ја ставиле под знак прашање компетитивноста на Бордот на гувернери за успешно менаџирање на финансискиот систем. Ова е поради тоа што всушност заради покривање на своите загуби ФЕД ќе го скрати буџетот за планираните приходи од неговиот профит. Следната фаза би била губење на самостојноста и кредибилитетот на Централната банка. Ништо не е бесплатно.

И конечно ваквата структура (поризична) на билансот на ФЕД ја намалува неговата еластичност во водењето на монетарната политика. Овие средства се „потешки“ за продажба што може да ограничи определена планирана акција на ФЕД (на пример брза продажба и апсорбирање на ликвидност). Доколку се појават инфлаторни притисоци ФЕД нема да биде во можност брзо да ги продаде поризичните средства во својот биланс и на тој начин да ја намали понудата на пари на пазарот. Секако дека ова не е единствениот инструмент во ваков случај.

*Како што ќе се намалуваат средствата во билансот, ФЕД ќе биде во можност да се врати на своите традиционални методи на монетарна политика, главно преку поставување на таргет за федералната каматна стапка*¹²³. Оваа изјава јасно става на знаење дека активностите за време на кризата се исклучок, а не редовна пракса.

¹²³ Извадок од говор на на Ben Bernanke, Вашингтон, февруари, 2009 година

Ben Bernanke-Претседател на Бордот на ФЕД

Ben Bernanke за време на финансиската криза, а и денес е претседател на Бордот на гувернери на ФЕД. Bernanke потекнува од научната област и пред оваа работа беше професор на Princeton универзитетот. Член е на Бордот на гувернери од 2002 година, а за прв пат станува претседател за време на мандатот на претседателот Bush во 2006 година. Претседателот Обама го продолжува мандатот на Bernanke, давајќи заслуги за неговата улога во решавање на исклучително сложените проблеми во период на кризата. Професорот кој цел живот го помина на истражување на бизнис-циклусите, финансиски кризи и пред се Големата депресија, судбината го доведе на чело на најзначајната институција која што требаше да ја спаси земјата, а и глобалната економија од целосен крах.

Неговиот аналитички и смирен пристап несомнено придонесе за максимизирање на позитивните и минимизирање на негативните импакти на монетарните одлуки кои се носеа во услови на ургентност без доволно време за сериозна анализа. Bernanke е голем поборник за намалување на буџетскиот дефицит и јавниот долг кој допринесоа за намалување на рејтингот на САД за прв пат по еден век. Во својот стил на однесување сосема се разликува од вообичаен висок функционер и претседател на најмоќната финансиска организација во светот. Не е премногу добар говорник, ретко присуствува на протоколарни настани и не ужива во својата слава. Но токму поради неговите политики и одлуки денес дискутираме за економско опоравување, а не за катастрофална економска депресија.

Во 2009 година магазинот Time го прогласува Bernanke за личност на годината. Магазинот го почнува својот текст за Bernanke со реченицата: *Човек без коса, со сива брада и уморни очи седи во својата преголема канцеларија во Вашингтон и дискутира за економија.* Неговиот поглед на настаните никогаш не се базира на идеолошки уверувања туку на база на податоци, методи за нивна обработка и научен пристап. Токму долгогодишното анализирање на Големата депресија му ги дава потребните аргументи за големата кредитна експанзија на ФЕД кон недепозитарни институции, намалување на основната каматна стапка близу 0 и овозможување на ликвидност во финансискиот систем.

Еден од главните јавни опоненти на Bernanke е републиканскиот конгресмен Ron Paul. Нивните дебати во рамките на конгресните сослушувања ја одбележаа релацијата ФЕД-Конгрес во периодот на кризата и по кризата. Paul отворено го критикува Bernanke за тоа дека парите наместо кон потрошувачите (граѓаните) одат кон големите финансиски институции, и дека ФЕД е институција која наместо да го стабилизира системот ги стабилизира банкарските холдинг -компаниии.

Сепак има доволно аргументи за професорот Bernanke да добие заслуги за својот пристап во исклучително тешки моменти за својата држава.

5.5. СОРАБОТКА НА МОНЕТАРНАТА И ФИСКАЛНАТА ПОЛИТИКА

Иако ФЕД ужива сигнификантна независност, општоприфатено е мислењето дека во некои области таа е послаба од онаа на Евросистемот (поопширно види Wyppe, 1999 година). Уставот на САД му дава право на Конгресот *да креира пари и да ја регулира нивната вредност*. Иако Конгресот оваа задача ја има доверено на ФЕД, сепак истата може да ја отповика во кое било време. Ова остава отворен прозорец за можно суптилно влијание на политиката врз монетарната власт. Бидејќи ФЕД нема една единствена статутарна цел (како што е ценовната стабилност кај ЕЦБ). Членовите на Конгресот можат во секое време да го доведат во прашање приоритетот на една цел над друга, особено кога политиката на ниска инфлација на краток рок е во конфликт со одржувањето на високо ниво на вработеност¹²⁴. Една од најзначајните придобивки на монетарната политика на глобално ниво во последните неколку декади и добивањето на суштинска независност од политичките одлуки.

Голем број на теоретичари го поставуваат прашањето дали Централната банка откако ќе ја сведе каматната стапка на или близу до 0% е приморана да кокетира со фискалната политика затоа што го исцрпила својот најголем ресурс? Иако монетарната и фискалната политика се комплетно различно дизајнирани од аспект на органите на раководење, одговорноста и регулаторните механизми, сепак во специфични економски услови нивно заедничко делување е неопходно. Stella (2010 година) прави јасна дистинкција помеѓу монетарната политика и независноста на Централната банка. Во делот на самостојна монетарна политика одговорноста на Централната банка е јасна, но во делот на автономија на Централната банка во услови на криза, особено кога фискалните ресурси се загрозени ова е под знак прашање. Како што споменав погоре во трудот

¹²⁴ Никола Џамбазовски, "Сличности и Разлики во Институционалната Поставеност, Монетарната Стратегија и Целите на Монетарната Политика Помеѓу Европската Централна Банка и Федералниот Систем на Резерви", магистерски труд, 2009 година, страна 110

крајниот ефект од негативни импликации врз Централната банка е на товар да даночните обврзници.

Со почетокот на кризата и најдолгата рецесија по Големата депресија, со изгубени неколку милиони работни места, номинална каматна стапка близу до 0%, ризици од дефлација, немање на знаци за заживување на главните компоненти на БДП и остатокот на светот во рецесија, фискалната експанзија носи многу помал ризик во споредба со одсуство на истата¹²⁵.

Во нормални економски услови Централната банка ги менаџира монетарните агрегати главно преку контрола и влијание врз каматните стапки на пазарот. Оваа активност може да се врши независно од активностите на фискалната политика кој има и други цели. Од друга страна монетарни интервенции во услови на криза како што беше случајот со САД бараат интензивно проширување на билансот на Централната банка и промена на структурата на средствата во тој биланс. Оваа не влијае директно само на институциите кои се регулирани од страна на ФЕД туку и на низа на други пазарни субјекти како што се инвестициските банки, осигурителните компании како пазарот на комерцијални хартии од вредност. Всушност во вакви околности ФЕД ги заменува приватните пазарни субјекти кои не можат самостојно да ги балансираат и надоместат недостатоците на финансискиот пазар кои креираат нестабилносот. ФЕД купува и продава тоа што треба да е цел на купопродажба на приватните пазарни учесници.

Постојат и јавни размислувања за креирање на повисоко тело кое во услови на криза би ја менаџирало и усогласувало монетарната и фискалната политика. Алтернативното тело по природа би требало да биде составено од политички претставници (Секретаријат или Министерство за финансии) и претставници на независната монетарна власт и регулаторни тела. Ова ќе даде политичка легитимност на интервенциите на

¹²⁵ Alan J. Auerbach, "Activist Fiscal Policy to Stabilize Economic Activity", University of California, Berkeley, working paper, заклучни согледувања

финансискиот пазар од една страна и ќе ја заштити политичката независност на монетарната политика која може да се доведе под ризик¹²⁶.

Соочувајќи се со големата магнитуда на финансиската криза и ризикот од долгорочна економска стагнација, Владата на САД усвои агресивна контрациклична политика. Најпрво се донесе "Economic Stimulus Act" во 2008 година, а една година подоцна поголемиот пакет наречен "American Recovery and Reinvestment Tax Act". Двата пакети се донесоа од различни претседатели (Буш и Обама), но во суштина значеа намалување на даноците за сиромашните слоеви како би се зголемила потрошувачката како и низа на експанзивни мерки на јавната потрошувачка со цел стимулирање на економската активност. Во делот што следи од ова поглавје ќе дадам осврт на пошироките мерки и акции на економската политика водени од страна на Секретаријатот за финансии на САД

5.6. TARP

Во втората половина на септември 2008 година евидентно беше дека ќе треба да се употребат дополнителни мерки (пред сè мислам на фискалната политика) да не би се изгубил кредибилитетот на до тој момент преземените акции на ФЕД. Сите размислувања и предлози во Секретаријатот за финансии беа во насока на ослободување на пазарот од токсичните средства и директни капитални интервенции во банките. Самата поставеност на политичкиот систем на САД бара акции од ваков вид да се спроведат само со одобрување од страна на Конгресот на САД. Ризикот да се побара овластување од страна на Конгресот и истото да не се добие е поголем од ризикот да не се побара тоа овластување (Paulson 2010).

Поентата и аргументот за да се бараат поголеми овластувања за Секретаријатот за финансии е тоа дека не само големи банки туку и компании од реалниот сектор (General Electric, Ford, GM) беа загрозени од

¹²⁶ Peter Stella, "The Transformation of the Federal Reserve System Balance Sheet and Its Implications", The Robert Kolb Series in Finance, 2010 година, страна 490

финансиската криза. Доколку Конгресот одбие подрастични мерки ќе се стави под ризик и критика за непревземање на мерки од круцујало значење за целата економија. *Ја поминавме точката до која ФЕД и Секретаријатот за финансии можат да делуваат самостојно*¹²⁷.

Првичниот предлог план на програмата со која Трезорот се овластува да откупи или гарантира хипотекарни поврзани хартии од вредност до вредност од 700 милијарди усд беше доставен до Конгресот на само три страни¹²⁸. Според предлогот Секретаријатот за финансии задржи огромна доза на дискреција кога, како, кои и по која цена да ги откупи средствата на отворениот пазар. Дополнителна политичка комплексност на овој план беше тоа што во тој момент САД се наоѓаше во екот на изборна кампања. Иако двајцата претседателски кандидати Obama и McCain првично беа позитивно наклонети кон предлогот, сепак на крај републиканскиот кандидат искажа голема доза на резерва што ја поткопа позицијата на Секретарот за финансии.

Добивањето на ова овластување од страна на Конгресот не помина без проблеми и реакции од страна на јавноста и политичкиот естаблишмент. Истиот покренала голема дебата во Конгресот и на крај беше одбиен со 205 гласа за, и 228 против¹²⁹. Сепак секретаријатот за финансии на САД беше упорен во својата намера и по низа на консултации и доработки на првичниот план поднесе нов план којшто помина во Конгресот на 3. октомври 2008 година. Самиот акт врз база на кој е креирана TARP програмата е познат како *Emergency Economic Stabilization Act*. Истиот ден претседателот Bush го потпишува актот со кој се креираше 700 милијарди усд вредната програма, и покрај фактот што најголем дел од јавноста беше против помошта на Wall Street со парите на даночните обврзници. Основна алка на негативните коментари беше дека всушност целата криза е резултат на преголема потрошувачка и раст на кредитните задолжувања и

¹²⁷ Обраќање на Bernanke до Претседателот Bush

¹²⁸ Paulson подоцна овој негов потег го нарекува политичка грешка од три страни

¹²⁹ И покрај тоа што предлогот беше од републиканска администрација најголем дел од републиканските конгресмени беа против а поголем број од демократите за

дека обемно инјектирање на трошоци преку нови задолжувања нема да го реши проблемот¹³⁰. Сепак поддржувачите на овој план ја имаа предвид пошироката слика на можните импликации и загрозување на целосниот економски систем на САД, со што преку големите финансиски институции крајна жртва би била благосостојбата на граѓаните на САД. Друга предност на овој акт е фактот што со него се нуди сеопфатно решение на еднаква основа за сите субјекти во финансискиот систем и се избегнуваат можни критики за решавање на проблемите на поединечна (case by case) основа како што беше случајот со AIG, Bear Stearns, Freddie Mac, Fannie Mae и сл. *TARP програмата е најефективен поединечен акт којшто можеме да го преземеме за да ги заштитиме сопствениците на домови, американските граѓани и да ја стимулираме нашата економија*¹³¹.

Главната поента на TARP програмата е можноста на федералните власти да купат до 700 милијарди усд¹³² вредни хартии од вредност кои беа замрзнати на пазарот и ја гушеа комплетната ликвидност на финансискиот пазар. За да биде ефективен планот мораше да овозможи доволен обем на потребна акција како и непречена промптна имплементација. Со самото купување Владата ќе се стекне со право на добивање на приливот од редовните отплати на кредитите врз чија основа беа издадени овие хартии од вредност. Исто така државата може да одлучи овие хартии од вредност да ги продаде понатаму на заинтересирани купувачи. Добивката или загубата од овие трансакции зависи од степенот на деликвенција (неплаќање) на обврските на крајните кредитокорисници или пак од разликата во цена по која средствата се купени и цената по која истите можат да се продадат на пазарот. Во суштина на планот лежат потенцијално ризични пласмани и можност од загуби за даночните

¹³⁰ Поопширно види коментари на Peter Schiff, 2009 година (www.seekingalpha.com; www.usnews.com/blog)

¹³¹ Сведочење на Henry Paulson пред Сенатот, 23 септември, 2008 година

¹³² Сумата од 700 милијарди усд всушност представува потенцијална загуба од 2.295 усд за секој граѓанин на САД или 4.635 за секој вработен жител на САД (под претпоставка на 305 милиони американци)

обврзници¹³³. Оптимистичката анализа на инвестициите на Владата во хипотекарно поврзани хартии од вредност се базираше на претпоставката дека истите се потценети и дека степенот на деликвенција е далеку помал од степенот на намалената вредност на истите, односно дека на среден и долг рок цената би требало да се корегира во нагорна линија во сооднос со реалната стапка на нефункционални пласмани кои ја сочинуваат предметната хартија од вредност.

Во оваа програма покрај финансиските институции кои се регистрирани и контролирани од страна на САД, вклучени се и странски финансиски институции кои имаат „сигнификантни операции“ на територијата на САД. TARP му овозможи на секретаријатот за финансии да откупи проблематично или кој било друг вид на средство за кое ќе оцени дека е неопходно за понатамошна финансиска стабилизација. Оваа одредба дава доволно широка автономија на Владата да избира каде и кога ќе ги пласира средствата.

Најголем проблем во имплементацијата на програмата претставуваше начинот на кој ќе се утврди вредноста на средствата. Како Секретаријатот за финансии ќе одреди вредност којашто треба да ја плати во момент кога на пазарот не постои никаква побарувачка или пак постои некаква поисклучително потценета вредност? Логиката наложува постапката за купување да оди по пат на наддавање или лицитација на понуди со тоа што од една страна продавачите ќе сакаат да добијат што повисока цена за нивните средства, но од друга страна ќе бидат поттикнати да ја намалат цената за да бидат конкурентни во однос на другите продавачи¹³⁴.

¹³³ Интересен е податокот дека сумата од 700 милијарди усд не се базира на некој егзактен податок туку дека истата е само избрана како доволно голема за да има влијание.

¹³⁴ Во извештај од 2009 година специјалната комисија на Конгресот заклучи дека владата платила значително повеќе за купените средства од тоа што била моментална фактичка цена на пазарот. Според калкулациите на оваа комисија секретаријатот за финансии платил 254 милијарди усд за средства вредни 176 милијарди усд

Henry Paulson –Секретар за финансии на САД

Henry (Hank) Paulson е 74-тиот Секретар за финансии на САД, но најверојатно од некоја временска димензија во иднина ќе биде најпознатиот, најанализираниот и најцитираниот Секретар. Paulson доаѓа на чело на Секретаријатот од функцијата Главен извршен директор на Goldman Sachs. Тој е именуван за Секретар во 2006 година за време на администрацијата на претседателот Bush, иако во истата година претходно еднаш ја одбива оваа функција. Не само што го напушта комотното и едно од најплатените работни места во светот, туку веројатно немал никаква идеја дека токму тој ќе се соочи со најголемиот предизвик (од економски аспект) во поновата американска историја. Уште на неговиот прв состанок во Camp David со претседателот Bush, Paulson ги дава првите предупредувачки сигнали дека финансискиот систем се соочува со проблеми, но ниту од далеку не претпоставуваше дека размерот на тие проблеми ќе биде толку голем.

Во периодот на кризата Paulson се соочува со голем морален проблем, бидејќи неговиот долгогодишен ангажман во Goldman претставуваше потенцијален конфликт на интерес, ако тој немаше директен финансиски интерес бидејќи ги продаде сите свои акции по самото стапување на функцијата. Дури и самиот признава дека при една посета на Москва, тајно во својата хотелска соба се среќавал до Бордот на Goldman, како би се одбегнала било каква јавна шпекулација. Можеби најголемата грешка на Paulson е одбивањето на владина асистенција и спасување на Lehman Brothers, иако такви асистенции имаш и пред и после падот на Lehman. Веројатно на овој случај администрацијата претендираше да покаже дека пазарната економија сеуште е главна парадигма и дека банкрот на некоја компанија е сосема нормална појава. Тоа што не се имаше во предвид е системскиот ризик од овој банкрот.

Paulson заедно со Bernanke беа согласни дека најефикасен начин за оживување на финансискиот пазар е директна капитална интервенција во банките. Тој беше упорен во својата намера да добие нестандартно високи овластувања и одговорности од страна на Конгресот. На состанокот со директорите на најголемите финансиски институции Paulson индиректно им наложува дури и на тие што не им е потребен капитал истиот да го прифатат, што е далеку од негова надлежност. Сепак финансиската криза ги доведе најодговорните лица во позиција да изберат пречекоривање на надлежност со цел избегнување на поголеми катастрофи (а сепак тоа е субјективна проценка).

Најчесто цитирана изјава на Paulson од периодот на кризата ја дава при објаснување на големината на потребната владина интервенција....*Ни треба базака за да имаме импакт на пазарот, можеби нема да ја искористиме но сите треба да знаат дека ја имаме...*

5.6.1. Програми во рамките на TARP

Програмите во рамките на TARP може да ги поделиме во неколку категории насочени кон таргетирани цели:

Програми за инвестирање во банкарски институции. Во втората половина на 2008 година, интербанкарското кредитирање драстично се намали, кредитниот пазар контрахираше, а голем дел од финансиските институции беа под сериозна закана на неликвидност. Вкупно 245 милијарди усд беа инвестирани директно во финансискиот сектор како капитал. Целиот овој износ е комплетно вратен, а државата има дури и добивка од 20 милијари усд по основа на камати, дивиденди и останати приходи.

Во овој дел спагаат следниве програми¹³⁵:

-  *Capital Purchase Program (CPP)*
-  *Capital Assistance Program (CAP)*
-  *Targeted Investment Program (TIP)*
-  *Asset Guarantee Program (TIP)*
-  *Community Development Capital Initiative (CDCI)*

Програми за поддршка на кредитирањето. Во текот на финансиската криза американските компании беа оневозможени да дојдат до обратен капитал преку банкарски кредити, а општините и јавните претпријатија да издадат обврзници по прифатлива цена и да ги финансираат своите инвестициски активности. Секретаријатот за финансии беше приморан да презеде мерки за да го олесни движењето на средства помеѓу банките и компаниите (секако и населението) и да ја задржи ефикасноста на целокупната економија.

Во овој дел спагаат следниве програми¹³⁶:

¹³⁵ Поопширно за секоја програма види на www.treasury.gov

¹³⁶ Поопширно за секоја програма види на www.treasury.gov

-  *Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)*
-  *Public-Private Investment Program (PPIP)*
-  *Small Business and Community Lending Initiative (SBA7a)*

Автомобилска индустрија. Оваа индустрија можеби беше најпогодената (од реалниот сектор) во екот на кризата. Автомобилската индустрија во САД е од исклучителна важност како поради големиот број на вработени во истата така и поради нејзиното учество во БДП, извозот, намалување на увозот, нови технологии и сл. Не треба да се запостават ниту сите поврзани компании кои работат за потребите на GM, Ford, Chrysler. Акциите на Владата во автоиндустријата помина со низа на турбуленции, отпуштања на вработени и промена на менаџерските структури. Владата вкупно инвестираше 80 милијарди усд во трите најголеми компании и е на добар пад да ги поврати сите вложени средства. Интервенциите во автомобилските компании не беа на еднократна основа односно програмата продолжи да се имплементира и од страна на новата администрација на Обама. Сите средства се обезбедени преку: *Automotive Industry Financial Program (AIFP)*

AIG. Погоре во трудот се дадени повеќе детали во врска со асистенцијата на ФЕД и Трезорот на САД во случајот на најголемата осигурителна компанија AIG. По објавата на TARP дел од кредитот на Њу Јорк ФЕД се замени со средства од TARP. Во февруари AIG го исплати целосниот долг кон ФЕД, а во мај и дел од кредитот преку TARP програмата со продажба на 20 милиони акции на отворениот пазар. Се очекува и во овој случај Владата на САД да излезе без загуби од целата трансакција.

Програми за поддршка на сопствениците на домови: Бидејќи основна причина за финансиската криза беше зголемениот број на нефункционални станбени кредити како и падот на цените на

недвижностите, Трезорот на САД преку TARP вовеле инструменти за поддршка на кредитокорисниците со цел превенција од понатамошен пораст на деликвенцијата во редовното сервисирање на обврските, а со тоа и зачувување на вредноста на имотите. Целта на овие напори не беше да се заштитат сите кредитокорисници, туку само оние за кои постои веројатност, а и желба за навремено сервисирање. Значи да се спасат тие што реално може, а не сите.

Оваа активност се спроведе преку две програми¹³⁷:

 *Making Home Affordable (MHA)*

 *Hardest Hit Fund (HHF)*

5.6.2. Моментална состојба на TARP програмата и нејзините импликации врз даночните обврзници

Поминати се повеќе од 3 години од почетокот на имплементација на TARP програмата, доволен период за да ги анализираме постигнатите резултати како и да ги процениме можните загуби за даночните обврзници. Факт е дека при носењето на оваа програма истата имаше многу поголем број на опоненти отколку што има денес. Очекуваните негативни импликации за даночните обврзници беа поголеми отколку што реално се случија. Од друга страна финансискиот сектор и целокупната економија на САД се многу постабилни и поотпорни на негативни амплитуди, иако ризиците сè уште постојат.

Овластувањето на Секретаријатото за финансии за преземање на мерки и инвестиции врз база на TARP програмата официјално е завршено на 3 октомври 2010 година. Владата веќе има наплатено повеќе од $\frac{3}{4}$ од вкупните пласмани, а веројатноста за наплата по најмала можна штета е многу поголема отколку првичните предвидувања. Остануваат за наплата дел од пласманите во автомобилската индустрија и финансискиот сектор во

¹³⁷ Поопширно за секоја програма види на www.treasury.gov

наредниот период. Програмата за поддршка на сопствениците на домови каде што се и најголемите загуби за Трезорот на САД воопшто не беше ниту планирана за да овозможи поврат на средствата туку да претставува еднонаочна помош кон кредитокорисниците

Табела 12:Првична и моментална состојба на TARP програмата (во милијарди усд)

Подвид на програма	Максимум за алокација	Вкупно потрошени	Моментално салдо	Претпоставена загуба/добивка
Банкарски програми	250,46	245,10	19,55	21,71
Програми за поддршка на кредитирањето	27,07	17,87	16,40	2,35
Автомобилска индустрија	79,69	79,69	37,17	-14,33
American International Group	67,84	67,84	50,92	-17,30
Програми за поддршка на сопствениците на домови	45,60	2,23		-45,60
Вкупно за TARP	470,67	412,73	124,04	-53,17
Дополнителни акции во AIG				16,48
Се вкупно	470,67	412,73	124,04	-36,69

Извор: Три годишен официјален извештај на Секретаријатот за финансии во врска со TARP програмата, октомври 2011 година

Денес, и покрај континуираните предизвици, нашиот финансиски систем е постабилен и во подобра позиција да промовира економско закрепнување како резултат на акциите преземени од страна на владата во последните три години¹³⁸. Иако крајниот трошок за Трезорот на САД сè уште не може точно да се определи сепак овој официјален цитат од телото задолжено за имплементација на програмата ја одразува реалната слика за TARP и постигнатите резултати. Конечниот финансиски резултат многу ќе зависи и од општите макроекономски индикатори како што се идните економски и финансиски движења, подобрување на реалниот сектор и вработеноста.

¹³⁸ Office of Financial Stability, US Department of The Treasury, "Troubled Asset Relief Program: Three Years Anniversary Report", 2011 година, страна 2

Најголема ставка во програмата по инвестициите во финансискиот сектор се пласманите во автомобилската индустрија кои имаа за цел да се спасат пред сè две од трите најголеми автомобилски компании (General Motors и Chrysler). Финансиската помош беше во вкупен износ од цца 80 милијарди усд и истата беше условена од детален план за реструктуирање на компаниите за кој ќе се сложат сите засегнати страни (борд, акционери, синдикати, кредитори). Падот на овие компании покрај продлабочување на финансиската криза ќе значеше и губење на илјадници работни места и дополнителен социјален удар за општеството. Денешната позиција на пазарот на трите најголеми американски компании дава за право да се оправдаат инвестициите на Владата бидејќи истите се вратија на профитабилна патека и за прв пат по повеќе од една декада го зголемија своето пазарно учество. Најголема преостаната инвестиција на Владата во автомобилската идустрија се 500-те милиони акции во GM кои претставуваат околу 32% од капиталот на компанијата. *Индустријата (се мисли на автомобилската) го доживува најмалку очекуваниот раст и пресврт во поновата историја*¹³⁹.

Интервенциите на Владата во AIG, GM и Chrysler овозможија комбинирано делување во финансискиот и реалниот сектор, што значеше заштита на системот и од посилни економски, а не само финансиски потреси. Иако TARP овозможи превенција од целосен колапс на финансискиот систем и несогледливи последици за американската економија, сепак основните предуслови за долгорочна реформа на системот беа поставени со т.н Dodd-Frank Act донесен во 2010 година. Овој акт има за цел посилно да ги заштити интересите на потрошувачите и инвестиотрите, како и да го намали ризикот кај најголемите финансиски институции.

Важен аспект на целата програма е и нејзиното директно и индиректно влијание врз пазарните движења. Имено, сите банки кои учествуваа во оваа програма на почетокот имаа пад на вредноста на

¹³⁹ Timothy Geithner, Wall Street Journal, мај 2011 година

акциите. Емпириските истражувања покажуваат дека секоја негативна јавна перцепција го намалува оптимизмот на пазарот и ја намалува побарувачката, а секако со тоа и цената (поопширно Bernardo и Welch, 2004). Доколку е ова точна во периодот на кризата овие банки имале потценета вредност затоа што инвестициите на Владата во јавноста се третираа како спасување, а не инвестиција. Во првиот период по објавата на програмата и банките учеснички имаше драстичен пад на нивната вредност, поголем од падот кај банките кои не учествуваа во програмата. Но подоцна, како резултат на позитивната перцепција кај јавноста и пред сè медиумите, се случи сосема обратен тек на настаните со посилен раст кај банките кои учествуваа во програмата¹⁴⁰.

5.7. RECOVERY AND REINVESTMENT ACT

Програмата TARP како и сите останати мерки на ФЕД и Секретаријатот за финансии значително го зајакнаа финансискиот систем и спречија целосен крах на истиот. Сепак американското општество се соочуваше и со пошироки економски проблеми пред сè губењето на работни места и пад на вкупната економија. За таа цел по предлог на претседателот Obama¹⁴¹ во 2009 година се донесе т.н Recovery and Reinvestment Act или попознат како „стимулативен пакет“. Овој акт според Секција 3 од истиот имаше неколку основни цели и принципи:¹⁴²

1. Да се заштитат постојните, да се креираат нови работни места и да се поттикне економски развој;
2. Да се помогне на најпогодените од рецесијата;

¹⁴⁰ Поопширно види Jeffrey Ng, Florin P.Vasvari, Regina W-Moorman, "The Impact of TARPs CPP on The Stock Market Valuation of Participating Banks " 2011 година

¹⁴¹ Работата на овој акт е започната пред превземање на претседателската функција од страна на Обама и истата е водена од страна на демократските конгресмени и нивните тимови. Претседателот Обама само ја продолжува веќе започнатата работа

¹⁴² Секција 3 од Recovery and Reinvestment Act, делот на "Цели и Принципи"

3. Да се промовираат инвестиции кои имаат за цел зголемување на економската ефикасност преку технолошки предности во науката и здравството;
4. Да се инвестира во транспортот, заштитата на околината и останатата инфраструктура која ќе овозможи долгорочни економски бенефити;
5. Да се стабилизираат државните и локалните буџети, со цел да се намалат или избегнат редукции на основните услуги и контрапродуктивни даночни зголемувања.

Програмата вклучуваше директни инвестиции во инфраструктура, образование, здравство, енергетика, даночни бенефити како и проширување на бенефициите за невработените. Актот исто така вклучуваше и трошење кои не се директно и промпно врзани со економскиот развој, како што се инвестиции во научни истражувања. Претпоставениот трошок на овој пакет во време на носење на истиот беше 787 милијарди усд. Во сликата подолу е даден визуелен приказ на висината на средства по определени категории.

Слика 8: Алокација на средствата од Recovery and Reinvestment Act (во милијарди усд)



Извор: Recovery.gov

Како што може да се воочи најголем дел од средствата, или 37% од вкупната програма се наменети за даночни олеснувања. Даночните олеснувања се однесуваат како за граѓаните така и за компаниите. Најголема во ставка во оваа компонента се даночните олеснувања кај граѓаните од 400 усд за индивидуа, односно 800 усд за брачен пар кај лица и семејства со доход помал од 75 000 усд, односно 150 000 усд ретроспективно. Позната е тезата во економијата дека зголемувањето на агрегатната побарувачка главно зависи од зголемувањето на доходот кај ниската и средната класа, додека зголемувањето на доходот кај високата класа главно резултира со зголемување на штедењето. Американската администрација го имала предвид овој факт при промоцијата на олеснувањата кај тие што најмалку заработуваат. Дури 116 милијарди усд беа наменети за овие даночни олеснувања.

Во делот на компаниите најголема сума е издвоена за можноста за рефундирање на платен данок на добивка во претходните пет години врз база на остварена загуба во тековната година, како и зголемување на износот на даночни олеснувања за инвестиции во обновливи извори на енергија. Вкупните даночни олеснувања за компаниите се планирани во износ од 51 милијарда усд.

Најголем дел од сумата за инвестиции во областа на здравството е наменета за програмата Medicaid¹⁴³. Повеќе од половина од вкупните средства планирани за здравството (56%) се однесуваат на средства наменети за Medicaid. Останатиот дел од програмата се наменети за инвестиции во опрема и реконструкција на здравствени установи, истражувања како и помали програми за здравствена заштита.

Вкупно 100 милијарди усд се наменети за програми поврзани со образованието од кои половина се во вид на помош за локални училишта, а со цел заштита од отпуштања и кретења на трошоци. Овој дел е флексибилен и може да се пренамени за модернизација и реконструкција

¹⁴³ Medicaid е здравствена програма во САД за определени лица и семејства со мали доходи и ресурси. Оваа програма заеднички се финансира од федералните и локалните власти. Medicaid е најголем извор на средства за здравствена заштита на лица со ограничени примања во САД

на училишта. И во овој дел запазен е социјалниот елемент односно предвидени се 13 милијарди усд за деца во јавните училишта со низок доход.

Голем акцент е ставен на инвестиции во инфраструктурата како наједноставен начин за користење на јавната потрошувачка во развојни цели, од кој најголем дел отпаѓаат на транспортната инфраструктура. Важна карактеристика на овој акт е тоа што само близу $\frac{1}{4}$ од вкупната сума директно е наменета за јавна потрошувачка, додека најголем дел од програмата е наменета за поттикнување на приватната потрошувачка. Целата програма е доста комплексна и не би навлегувал подлабоко во истата. Сите детали можат да се најдат на официјалната веб страна Recovery.com преку која Секретаријатот за финансии сака да презентира максимална транспарантност, што треба да го зголеми кредибилитетот на преземените акции.

За разлика од TARP програмата, Recovery and Reinvestment Act имаше далеку поголема поддршка во стручната јавност, веројатно и како резултат на веќе првично видливите резултати од TARP. Дури Krugman бара истиот да биде поголем, дебатирајќи во својата редовна колумна во NY Times дека акција во овој правец е потребна и тоа во поголем обем од предложениот. Многу беше мал бројот на најконзервативните економисти кои тврдеа дека Владата во вакви отежнати услови не треба да интервенира. Во најголем дел од дебатите клучното прашање не беше дали, туку со кои мерки и методи да се интервенира. IHS Global Insight и Moody's на една година по усвојувањето на актот прогнозираа дека овој закон овозможи заштита или пак креирање на вкупно 1,8 милиони работни места, а неговиот краен импакт би бил околу 2,5 милиони работни места. Администрацијата овие проекции ги смета за песимистички¹⁴⁴.

Тешко е со голема прецизност да се претпостави каква би била состојбата на американската економија без пакетот на стимулации, но фактите што во моментот ги имаме недвосмислено говорат дека

¹⁴⁴ NY Times, Judging Stimulus by Job Data Reveal Success, 16-ти февруари, 2010 година

интервенција беше неопходна. Според истражувањата на K.Rogoff и C.Reinhart финансиска криза од вакви размери вообичаено продуцира пад на вработеноста во период од пет години, што не беше случај со последната криза. Иако американската економија помина низ рецесион период сепак истата не влезе во депресивна фаза. Од друга страна доколку ги погледнеме пошироките економски индикатори преку динамичка анализа ќе се забележи дека позитивните трендови започнуваат со стапувањето на сила на Recovery and Reinvestment Act.

5.8. ЕКОНОМСКИТЕ ТЕОРИИ И ФИНАНСИСКАТА КРИЗА

Во периодот од 1928 до 1929 година цените на акциите на американската берза двојно се зголемија. Членовите на Бордот на гувернери на ФЕД беа на ставот дека ова е преголем шпекулативен балон и дека монетарната политика треба да контрахира како би се запрела големата побарувачка. Оваа акција имаше моментален импакт на пазарот со нагол пад на цените акциите. ФЕД доби повеќе отколку што очекуваше кога пазарот доживеа колапс во октомври 1929 година со пад на вредноста на акциите од 60%¹⁴⁵. Но оваа акција предизвика и брзи негативни ефекти на целата економија што подоцна заврши како најголемата економска депресија. ФЕД и Секретаријатот за финансии не презедоа подрастични антикризни мерки, уверени со силата на пазарните законитости и класичната економска теорија. Токму сегашниот претседател на Бордот на ФЕД, Bernanke големата депресија ја користи како аргумент зошто е неопходно посилна директна интервенција на државата во вакви исклучителни околности.

Не е редок случајот да најголемите економски теоретичари во определен временски период застапуваат цврсти, но нефлексибилни тези, кои не го прифаќаат компромисот како можност. И класичната школа на

¹⁴⁵ Фредрик С. Мишкин, "Пари, Банкарство и Финансиски Пазари", осмо издание, преведено на македонски, Магор, 2010 година, страна 210

Адам Смит и кензијанската на Џ.М Кејнз се всушност две крајности кои во даден момент можат да ја одведат владината политика во несакани екстреми. *Кога идеологиите стануваат митови, а отпорноста на економската наука да ги спречи грешките слаба, доаѓа до тешки рецесии и кризи*¹⁴⁶. Историјата не треба секогаш да ја земаме како основен показател за иднината затоа што таа може да ни даде различни искуства во различни ситуации. Земето го на пример големиот бран на приватизација во земјите во транзиција, но и во развиените земји во последните 3-4 декади. Во целиот овој период речиси без приговор се прифаќаше тезата дека државата е лош сопственик и по секоја цена треба да го намали своето учество во сите трговски друштва.

Но во периодот на финансиската криза се случи драматичен пресврт во спротивен правец, односно државите (и тоа најразвиените) почнаа да вложуваат во различни сектори, па дури и да национализираат цели друштва. И од денешна гледна точка овие инвестиции не само што беа неопходни туку на крај голем дел од нив беа и доста профитабилни за државата. Зошто во овој случај не профункциона невидливата рака на пазарот и Смитовите тези за најдобра можна алокација на ресурсите? Иако и сега државите имаат тенденција за постепено оттуѓување на своите влогови, верувам дека никогаш нема да се врати на својата пасивна улога во економијата, на пример од времето на М.Тачер и конзервативната власт во В.Британија. И не само во делот на дирекните интервенции, туку во делот на улогата на државата во регулирањето на пазарот евидентни се промени во економските теории. Ако во претходниот период дерегулацијата беше основен неолиберален пристап, денес силно преовладува мислењето за поголема потреба до регулација на пазарните движења.

Американската економија пред сè од аспект на монетарната политика е нешто поразлична од европската, пред сè во делот на грижата за инфлацијата и невработеноста каде што не се дава приоритет на една од

¹⁴⁶ Т.Фити, "Феноменологијата на Економските Кризи", Економски Факултет-Скопје, 2009 година, страна 296

двете цели кои можат да бидат дивергентни. Главна дилема во моментот е дали државна интервенција од вакви размери ќе предизвика инфлација во блиска иднина? Christina D.Romer¹⁴⁷ ги дели економистите кои ги следат овие движења на емпиристи и теористи:

Емпиристите основната детерминанта за инфлацијата ја бараат во невработеноста и минатата инфлација. Нормално дека инфлацијата расте кога невработеноста е под нормалната и паѓа кога невработеноста е над ова ниво. Тешко е да се најде заедничко гледиште која е таа бројка што претставува нормална невработеност, но верува дека сите ќе се сложат дека моменталната стапка на невработеност во САД од околу 9% е далеку над нормалната. Од оваа гледна точка американското општество воопшто не би требало да се грижи за инфлацијата.

Теористите од друга страна тврдат дека луѓето во своите однесувања ги вклучуваат очекувањата за инфлацијата и дека доколу истата се очекува таа и ќе се случи без разлика дали има математички услови за тоа. За теористите секој раст на индикаторите за инфлација како што е порастот на цена на нафта, прехранбени продукти и слично ја загрозува кредибилноста на политиката на ФЕД и инфлација може да се појави и покрај ниското ниво на вработеност (што имплицира мала приватна потрошувачка).

Моменталната политика на ФЕД и Секретаријатот за финансии за квантитативно олеснување преку купување на долгорочни средства и држење на каматната стапка близу до 0% може да поттикне поголема потрошувачка на сметка на штедење. Основната причина зошто толку ниска каматна стапка и голема ликвидност инјектирана од страна на државата не предизвикува инфлација е тоа што економската активност остана на ниско ниво. Не е исклучен ризикот при економски пораст поголем од проектираниот предусловите за инфлација драматично да се зголемат, но за среќа (или за жал) такви економски движења не се многу очекувани на краток рок. Од друга страна ниска каматна стапка и поекспанзивна

¹⁴⁷ Christina D.Romer беше претседавач на Советот на економски советници на претседателот Obama и е професор на универзитетот Berkeley

монетарна политика може да ја зголеми понудата на доларот и да ја намали неговата вредност. Ова може значително да го помогне извозот, намали увозот и поттикне економскиот развој. Доколку овие услови се исполнат ризикот од умерена инфлација е помалото зло што може да се појави како екстерналија.

Без разлика кон која економска теорија се наклонети определени економски аналитичари, сепак факт е дека речиси целата економска наука пропушти да ги предвиди огромните опасности од финансиската криза. Иако некои автори предупредуваа на ризиците сепак никој не ја предвиде силината и глобалниот импакт на кризата. Ова може да се третира како системски неуспех на економската професија и наука¹⁴⁸. Економските модели не овозможуваа антиципирање на глобалната финансиска интеграција, системскиот ризик, моралниот хазард како и промената на социјалните фактори. Иако навидум и оваа криза ги има сите карактеристики на Boom и Bust сепак постојат низа на специфичности кои не се зедаа предвид како што е поголемата интерконекција и жариштето на кризата во тренд на дерегулација и нови финансиски производи за инвестирање.

Промената на доминацијата на економските теории не значи дека треба да бараме нов, различен систем од капиталистичкиот. Државната интервенција и регулација не треба да се гледа во насока на враќање кон социјализам туку во насока на модифицирање на основните капиталистички вредности, што ќе го зајакне, а не уништи овој систем.

5.8.1. Австријци vs Кејнзијанци

Појавата на финансиската криза направи нова поделба помеѓу економистите. Во суштина и не е целосно нова, но нивните разлики токму

¹⁴⁸ Парафразирани од D.Colandar, M.Goldberg, A.Haas, A.Kirman, K.Juselius, B.Sloth, T.Lux, "The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics", workin paper, 2010 година

во овој момент се во центарот на дискусијата и добиваат на тежина. Во историјата на економската теорија секогаш постоела генерална поделба на класична конзервативна економска теорија и кејзијанска теорија која ја става побарувачката како основен фактор кој ја движи економијата напред. Во денешни услови на закана од долгорочна стагнација (или блага рецесија) основна дилема е кој е излезот? Дали преку зголемена потрошувачка, вклучувајќи и ново задолжувања може да се поттикне развојот или пак да се поттикне штедењето и стимулирањето на приватните инвестиции. Ова подразбира и намалување на даноците и јавната потрошувачка. Најчесто во модерната теорија изразите „Keynesians“ за првите и „Austerians“ за вторите се сретнуваат, но не се исклучени и други формулации. Krugman (2009) на пример ги дели на економисти од обалата (источна или западна) и економисти од централниот дел на САД, според локацијата на школите и идеологијата на луѓето кои делуваат во тие региони. За да избегне користење на странски термини или пак нивен несоодветен превод во понатамошната елаборација на овој труд ќе се користат термините конзервативци и кејнзијанци.

Основната теза на конзервативните економисти е дека економијата премногу е детерминирана од потрошувачка и позајмување, а премалку на штедење и инвестиции. Peter Schiff (2010) на пример не тврди дека со ова ќе се избегне рецесијата туку напротив истата и мора да се случи во определен период за да може да тргне по патот на развојот. Намалувањето на потрошувачката и задолжувањето неминувано води кон рецесија но тоа е „лекот кој што треба да се земе“. Првичната предност на конзервативните економисти е тоа што нивната теорија не е причината за кризата. Напротив, генерално убедување е дека преголемата потрошувачка и задолжување се основните мотори на креирањето на балони (пред сè во секторот недвижности). Во една дебатна емисија на Fox во 2006 година тврдењето на Peter Schiff дека ни се заканува пад на вредноста на недвижностите за минимум 10% и дека овој раст е неодржлив наидува на потсмев од останатите панелисти.

Ken Rogoff (2011) признава дека акциите на Владата во стабилизирање на финансиските институции беа добредојдени и го ублажија ударот, но тој пат не може да се следи цело време. Во моментот САД и останатите развиени земји ги ползуваат бенефитите од ниските каматни стапки. Но што кога тоа ќе се смени? Ако се зголемент каматите тоа ќе биде силен удар на високо задолжените економии (САД, Јапонија, Велика Британија и сл). Ова најверојатно ќе повлече и дополнително задолжување затоа што земјите сега не само што нема да бидат во можност да го вратат главниот долг туку ќе немаат доволно редовни приходни ниту за камата. Rogoff дури поставува емпириска граница над која долгот го загрозува растот и ја детерминира на 90-100% од БДП. Според ова, време е да се тргне по друга патека бидејќи лимитот веќе е надминат, секоја наредна јавна стимулативна политика би го влошила проблемот.

Професорот од Харвард Naill Ferguson (2010) се согласува со овој став и оди понатаму тврдејќи дека за краток временски период кејнзијаската политика воопшто нема да биде тема на дискусија. Ова го поткрепува со фактот што и Грција преку константно задолжување со години ја практикувала оваа филозофија (свесно или несвесно) сè до моментот кога кредиторите имаат доверба во неа. За да спроведувате експанзивна фискална политика мора да имате доволен број на кредитори кои веруваат во вашата политика. Ferguson прашува што ќе се случи кога кредиторите веќе нема да сакаат да ги пласираат своите пари во трезорските записи? Со кои средства ќе ја спроведувате кејнзијанската политика? *Соочете се со реалноста ни требаат реформа на даночниот систем и кратење на трошоците*¹⁴⁹.

Основната теза на застапниците на идеологијата за намалување на буџетскиот дефицит и кратење на јавните расходи е дека ова ќе даде долгорочни сигнали на пазарот. Овие долгорочни сигнали би значеле охрабрување на приватниот сектор базиран на перцепцијата за долгорочната помала улога на државата во економијата, помалите даноци

¹⁴⁹ Naill Ferguson, тв интервју, cnbc, 2010 година

и поголемите можности за приватни инвестиции. Евентуалното зголемување на даноците треба да се перципира како привремена појава додека не се балансира буџетот, што на среден рок треба да овозможи намалување на даноците. Овие мерки на штедење особено се препорачливи за земји кои позајмуваат во друга валута односно немаат можност за „печатање на пари“ со цел за сервисирање на обврските. Во вакви случаи меѓународните финансиски институции како што се ММФ или СБ излегуваат во пресрет на загрозените земји, но само доколку се следи стриктната патека на штедење.

Од друга страна Krugman го става настрана степенот на задолженост и повикува да се искористат ниските камати за да се продуцира раст без разлика дали ова ќе значи зголемување на агрегатното ниво на долг. Неговата теза наједноставно ја објаснува со почетокот на Втората светска војна која во суштина ја запре рецесијата во САД и је внесе земјата во силен економски равој. *За САД во овој момент најдобро е да се појави измислен непријател од кого треба да се браниме без разлика на цената, да потрошине милијарди долари на таа одбрана, и никој да не го поставува прашањето за тоа колку чини таа одбрана. И да излезе по неколку години дека закана воопшто не постоела, економијата ќе биде во експанзија и проблемот на економијата решен*¹⁵⁰.

Никој не може да ги негира фактите за причините за финансиската криза. Точно е дека доколку се следеа дел од укажувањата на конзервативните економсти во најмала рака ударот на кризата ќе беше поблаг. Но постои и друга страна на оваа теорија.

Прво, поттикнувањето на приватните инвестиции според конзервативците значи намалување на даночниот товар на компаниите и на богатите поединци. Ова делува прифатливо и логично, но подоцна во овој труд се даваат факти дека токму неправичната распределба на доходот е една од причините за кризата. Апсолутно не постојат докази дека земјите со

¹⁵⁰ Paul Krugman, изјава за GPS на CNN, 2011 година

најниски даноци се и најстабилните, најпросперитетните и крајно најсреќните земји¹⁵¹.

Второ, дали само инвестициите на богатите се доволни за да се поттикне развојот? Во услови на голем долг секое негово нагло намалување оневозможува потрошувачка на средната и ниската класа на подолг рок. Козервативците тврдат дека сепак ова не генерира толкаво раслојување на населението затоа што во услови на експанзија богатството на богатите расте како резултат на балонот на нивните средства (акции, недвижности). Но ултимативно помали даноци значи помала арбитрарна распределба на доходот и неминовно акумулирање на богатството кај мал број на луѓе.

Трето, козервативните економисти немаат прецизна идеја што со здравствената заштита на граѓаните на САД. Трошоците за здравствена заштита во САД се огромни и секои намалување на даноците мора да значи и намалување на трошоците за здравствена заштита. Голем број на земји пробувале здравствениот систем да го остават во приватни раце и секој приватно и самостојно да се осигура, но тоа никогаш и никаде не профункционираше ефикасно и со бенефит за сите граѓани. Здравството е една од дејностите каде што е невозможно да се исклучи Владата затоа што системот на приватно осигурување би бил прескап за мнозинството Американци. А само здрава нација е продуктивна нација.

И конечно, основната теза на конзервативните економисти, поставена уште од Robert Lucas дека всушност не може да има несогласување помеѓу понудата и побарувачката затоа што цената автоматски ќе ги изедначи (ако нема соодветна побарувачка, цената ќе паѓа сè до нивото додека побарувачката не се изедначи со понудата) не е соодветна во модерните економии. Ова е поради причина што постојат низа на комплицирани продукти за кои тешко се определува цената. Денес имаме финансиски

¹⁵¹ Кејнзијанците ова го докажуваат со примерот на двете последни администрации пред кризата. Во периодот на претседателот Клинтон даноците беа прилично високи а растот на економијата стабилен. Претседателот Буш веднаш пристапи кон намалување на даноците и покрај потребата од големи расходи на буџетот на среден рок, што на крај резултираше со послаби економски перформанси. Сепак оваа анализа не е така едноставна затоа што економијата има низа на задоцнети реакции, и не секоја негативна или позитивна мерка може да се осети во економијата после неколку години

продукти преку кои се продава вашиот иден приход (или уште подрастично идниот приход на вашите деца). Замрзнатите средства во билансите на финансиските институции веднаш по почетокот на кризата не може да се продадат по ниту една цена. Доколку не влезеше државата во игра истите немаше да се продадат ниту за 1/10 од нивната вредност. Едноставно во вакви околности цената не го доведува пазарот во рамнотежа.

John Maynard Keynes уште во 1937 година изјави: *Периодите на развој, а не на рецесија се вистинските моменти за политиките на штедење*. Според неговите и убедувањата на неговите следбеници агресивното владино трошење не го загрозува штедењето. Ако Владата троши преку позајмување на пазарот (т.е издава трезорски записи) купувачите на овие инструменти (кредиторите) всушност штедат преку овој должнички инструмент. Наместо да чуваат пари на депозит, средствата ги чуваат во трезорски записи. Од друга страна тезата на конзервативните економисти дека доколку Владата го намали трошењето ќе остане повеќе простор за приватната потрошувачка е точна само во идеални услови на генерален економски еквилибрум, што подразбира дека економските флуктуации се враќаат во нормална линија по автоматизам.

Главната критика кон кејнзијанската теорија е опасноста од инфлација. Преголемо трошење со исто ниво на производство неминовно води кон инфлација. Причината зошто во САД нема инфлаторен притисок и покрај силната стимулативна политика е елаборирана на неколку места во овој труд. Но дали инфлацијата е секогаш штетна појава? Во последните декади широко е прифатено мислењето дека инфлацијата е штетна појава и само ги дерогира вистинските економски параметри и вредности. Ова е точна и докажана теза освен во еден момент: Во услови на масовна презадолженост инфлацијата го намалува товарот на долгот. Работи за интересите на кредитокорисниците, а против интересите на кредиторите. Кејнзијанците дури и јавно ја заговараат како единствен индиректен инструмент за намалување на товарот на долгот на населението и компаниите.

5.8.2. Ликвидносна замка

Brian Riedl претставник на десно ориентираниот Heritage Foundation¹⁵², донекаде се согласува дека побарувачката е клучниот фактор за поттикнување на економскиот раст, но тоа што државата ќе потроши повеќе значи дека приватниот сектор за толку ќе потроши помалку. Зголемена јавна потрошувачка според Riedl не е нова потрошувачка туку само распределба на постојните ресурси. Секој долар којшто Секретаријатот за финансии или ФЕД ќе го инјектира во економијата прво мора да се прибере преку даноци или позајмување (освен ако не го сметате принтањето на пари).

Развојот на САД во последните две декади се базира на растот на цените на недвижностите и големата потрошувачка. Но секој ваков голем раст како што беше случајот со недвижностите обично завршува како надувам балон кој во еден момент мора да издише. Падот на цените на недвижностите во 2007 и 2008 година не значеше само намален бизнис во градежништвото туку и намалена можност за севкупната приватна потрошувачка затоа што вредноста на домовите се користеа како „банкомати“. Сопствениците повлекуваа кредити врз база на тоа колкава вредност има нивниот колатерал. Ова во пракса го негира тврдењето на Riedl дека ако ја намалите јавната потрошувачка ќе ја стимулирате приватната затоа што презадолжени поединци со хипотека помала од своите кредити немаат приходи од каде да трошат. Дури и Централна банка да влијае на намалувањето на каматните стапки до 0% ова повторно нема целосно да го реши проблемот. Намалувањето на каматната стапка близу до 0% може да има и обратен ефект односно со толку низок трошок на капиталот банките подобро им е да ги чуваат парите отколку да прават ризични пласмани.

¹⁵² Heritage Foundation е конзервативна тинг-тенг организација која има за цел да промовира класични конзервативни вредности како слобода на пазарот, слобода на индивидуите, ограничена улога на државата и силна национална одбрана

Во теоријата оваа ситуација е позната како ликвидносна замка. Во даден момент преовладува ставот дека вкупната задолженост е огромна, задолжените лица одлучуваат дека им е доста од нови задолжувања односно мора да скратат од потрошувачката, а кредиторите ги затегнуваат критериумите за нови кредити, со што дополнително се намалува потрошувачката. Не е проблемот во тоа дека нема пари, напротив Централната банка може под исклучително низок трошок да овозможи ликвидност на банките, но сепак ќе изостане општа ликвидност во економијата.

Krugman (2012) тврди дека овој проблем воопшто не е структурен, напротив е прилично едноставен. Државата е единствената којашто може, а и треба да го надополни недостатокот на приватна потрошувачка. Иако намалената потрошувачка и воздржување од трошење е добра одлука за секој поединец, сепак на агрегатно ниво ова може да создаде огромен економски проблем. Основна алка врз која основа Krugman го влече овој заклучок е Втората светска војна кога одеднаш во 1940 година САД почна да троши огромни средства (и тоа во деструктивни-воени цели, а не конструктивни проекти но во економска смисла тоа не прави разлика) и веднаш потоа влезе во огромна експанзија.

Кога едно лице или компанија е презадолжено тоа е индивидуален проблем кој може да се реши со реструктуирање на долгот, пораст на цената на колатералот, нова поплатена работа или пак банкрот. Но кога сите поединци и компании се презадолжени тоа е веќе проблем на државата. Доколку премногу субјекти во економијата се најдат во должнички проблеми во исто време, нивната колективна акција за излез од оваа ситуација е самопразувачка¹⁵³. Доколку сите во еден момент се одлучат да ги продадат куќите извесно е дека цената драматично ќе почне да паѓа, со што не само што вредноста на имотот ќе се намали туку со него и вредноста на ликвидните средства кои вообичаено се користат врз база на хипотека на тој имот.

¹⁵³ Paul Krugman, "End This Depression Now", 2012 година, паравразирани

Овој економски феномен првично е дефиниран од Hyman Minsky од Универзитетот во Вашингтон. Minsky тврди дека во секоја експанзија како резултат на големиот оптимизам и еуфорија расте долгот на поединците и компаниите. Кога овој раст ќе застане (а економските циклуси налагаат некогаш да застане) приходите нема да бидат доволни за да се покрие големиот долг што е основна причина за појава на финансиска криза. Фундаменталната карактеристика на нашата економија е тоа што финансискиот систем преминува од робусност до кршливост и обратно, и овие промени се интегрален дел на процес којшто креира економски циклуси¹⁵⁴. Ова и не е некое епохално откритие кое не било познато, но е многу корисно во анализата на сегашната економска ситуација. Разликата е што Minsky во тој момент не се согласува со конзервативните економисти дека ова се неизбежни појави во економијата, туку тврди дека со поголема регулатива и владина акција последиците можат да се спречат или намалат.

Конзервативните економисти би рекле дека ако некој не може да продаде нешто по дадена цена, истата треба да се намали и трансакцијата ќе биде завршена. Или доколку имаме сосема либерален пазар на труд ако некој не може да најде работа, треба да ги намали своите очекувања и да прифати пониска плата. Но овде повторно се судираме со проблемот на агрегатно ниво. Што доколку сите во еден момент прифатат пониска плата? Се останува исто, вклучувајќи го и долгот, а приходите сè се пониски. Кејзнијанските економисти од овде ја црпат својата теза дека токму во моментот кога сите трошат помалки и се трудат да го намалат својот долг државата е таа што треба да троши повеќе, а и да го зголеми својот долг.

5.8.3. Години на штедење или години на стимулативни мерки?

Историјата на практикување на економската политика во услови на криза дава многу контрадикторни и различни искуства во различни периоди.

¹⁵⁴ Hyman P. Minsky, "The Modeling of Financial Instability", 1974 година, вовед

Силните мерки на штедење во услови на криза и инфлација дадоа солидни резултати во кризите во Аргентина и Мексико, Израел во периодот од 1949 до 1959 година, палестинските автономни територии во 2006 година, Латвија 2009 година и слично. Од друга страна големите владини трошења во периодот по големата рецесија во САД и за време на Втората светска војна ја спасија САД од најголемата рецесија во поновата историја. Растот на Кина е уште еден пример дека државата може да има позитивна улога во економскиот развој. Во периодот од 1979 година, па сè до почетокот на кризата класичната конзервативна економија доминира во светот со тенденција комплетно и целосно да ги деградира ставовите на Кејнз и активната улога на државата во економијата.

Веднаш по почетокот на кризата во 2007 година Martin Wolf главниот коментатор на FT објавува крај на капитализмот базиран на слободен пазар и приватна иницијатива најавувајќи нов бран на кејнзијанци (отворено кон идејата за државен интервенционизам се приклучуваат Robert Shiller, James K. Galbraith, Paul Krugman, Joseph Stiglitz, Robert Reich и други).

Важно е да се напомене дека изборот кој модел за излез од економска криза ќе го одбере определна држава не е така едноставен и црно-бел. Голем борј на други индикатори и варијабили, а не само БДП треба да се земат предвид. Ако на пример имате пад на БДП, но во исто време и висока инфлација невозможно е да употребите агресивно стимулативно владино трошење, бидејќи тоа само дополнително ќе ја поттикне инфлацијата и земјата ќе влезе во уште потешка состојба. Уште поеклатантен е примерот со Грција. Имено, во овој момент Грците се противат на мерките на штедење барајќи промена на економската политика кон развојна, но немаат одговор на едноставната теза: Во ред, ако имаат од каде нека трошат! Ако не ги следат барањата на своите кредитори никој нема да може да ги позјами на Грција, а таа самата од даноци не може да ги покрие ни основните трошоци.

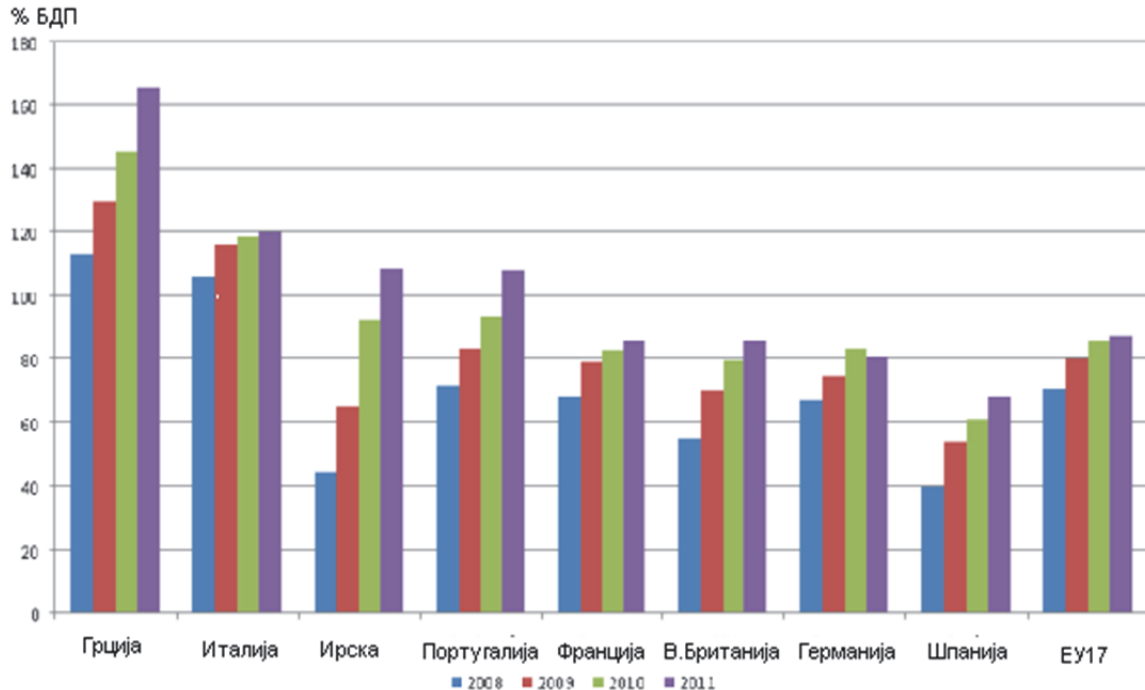
Терминот „*Age of austerity*“ за прв пат се употреби од британскиот премиер David Cameron во 2009 година како зајакнување на филозофијата

на конзервативната партија за помала улога на државата и поголема улога на бизнисот во економијата. Во овој период на власт во останатите важни економии во Европа се конзервативните партии (Германија, Франција, Италија) кои исто така ја следат оваа политика повлекувајќи го целиот континент кон оваа филозофија. Фокусот на решавање на економските проблеми во САД е сосема на друга страна преку промовирање на стимулативни економски политики кои на краток и среден рок неминовно ќе создадат дополнително зголемување на јавниот долг, иако и демократската администрација во САД мора да прави низа на компромиси со републиканците кои кристално јасно и во секоја можност ги афирмираат своите ставови за крај на владината доминација, намалување на дефицитот и даноците.

Моменталните акции на Владата на САД и ФЕД по својата природа се многу поблиски до Кејнзијанската теорија иако дел од најсилните претставници на оваа теорија (Кругман пред се) не се целосно задоволни од размерот на преземените мерки. Неговото тврдење е дека стимулативните пакети едноставно се премали за да го имаат потребниот ефект. Интересна е ситуацијата дека во ист историски период земји со финансиски проблеми применуваат различни економски политики. Европските земји (не заради самите себе туку повеќе под диктат на Германија) се опседнати со мерките на штедење, намалување на буџетските дефицити и намалување на улогата на Владата во економијата. Од друга страна САД применува спротивен принцип на делување преку низа на стимулативни пакети кои продуцираат и зголемен јавен долг. Првите резултати ја оправдуваат стратегијата на САД и Кејнзијанската политика, но сепак е рано да се дадат конечните проценки. Јапонија на пример ја примени истата стратегија, но скоро 2 децении веќе е во стагнација или благ раст. Моменталната рецесија во Грција, Шпанија, Португалија е многу поголема и потешка од ситуацијата во САД, но дали е возможно силниот пад да овозможи и побрзо опоравување (еден вид на шок терапија)?

Да ја погледенема ситуација во Европа во моментот и резултатите на преземените мерки преку политиките на штедење. Иако голем број од земјите имаат намален буџетски дефицит сепак вкупниот јавен долг во однос на БДП сè уште расте.

Графикон 16:Износот на јавниот долг како процент од БДП на неколку земји во ЕУ



Извор: Eurostat (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>)

Како што може да се види од графиконот погоре сите земји освен Германија имаат поголем долг во однос на нивниот БДП во секој година последователно од 2008 до 2011 година. Не е причината во тоа дека државите не ги намалуваат трошењата доволни силно, туку поради фактот што БДП не расте во овој период и во релативен износ не може да го покрие јавниот долг. Во овој момент емпириските податоци не ја оправдуваат политиката на конзервативните економисти. Дали доколку се применуваше другата крајност на голема експанзија на јавната потрошувачка ситуацијата ќе беше драматично подобра? Тешко е да се даде прецизен одговор освен дека сигурно не би била полоша.

Мерките на штедење имаат и поширока социјална негативна импликација. Речиси во секоја земја се пропратени со големи деномстрации и штрајкови на пензионерите, вработените во администрацијата, студентите и сите останати целни групи кои се погодени од кретењата на буџетските расходи. Разделеноста и противењето на општеството го прави спроведувањето на овие мерки уште потешко остварливо. Доколку во моментот на спроведување на мерки на штедење од страна на државата постои и високо ниво на приватен долг (на пример голема хипотекарна задолженост на населението) овие мерки можат да ја „потопат“ економијата. Кога населението и компаниите имаат висок долг тие никако не можат да го надолнат недостатокот на јавна потрошувачка, напротив во кризни услови тие уште повеќе ќе се концентрираат на отплата на својот долг а одложување на потрошувачката. Економистот Amir Sufi од универзитетот во Чикаго оди уште подрастично во вакви ситуации повикувајќи на отпис на дел од приватните долгови во услови на голема задолженост како неопходна мерка за поттикнување на потрошувачката и растот.

Stiglitz во своето дело „Freefall: America, Free Markets and the Sinking of the World Economy“ (2010 година), дава големи заслуги на земјите со поголеми стимулативни пакети издвојувајќи ја Кина како пример за ублажување на ударот на кризата. Колку е поконзервативен одговорот толку се полоши резултатите, јасно алудирајќи на Европа и нејзината политика на штедење. Тој ги дава негативните примери на Русија и дел од азиските земји од пред една декада кога мерките на штедење наметнати од ММФ доведоа до целосна апатија на овие економии и посиромашни граѓани. Stiglitz патот по кој оди Европа го нарекува пат кон самоубиство. Но и тој признава дека Европа има едно оружје кои САД го нема за долгорочен поефикасен излез од кризата, а тоа е поеднаквата распределба на доходот помеѓу граѓаните-еден од основните фактори за долгорочна стабилност кој ќе биде елабориран подолу во трудот.

6. ЗАШТИТА НА ЕКОНОМСКИОТ И ФИНАНСИСКИОТ СИСТЕМ-ЛЕКЦИИ ЗА ИДНИНАТА

6.1. ПРАВИЧНА РАСПРЕДЕЛБА НА ДОХОДОТ

*Може да имаме демократија или да имаме концентрација на богатството во рацете на малкумина, но не можеме да ги имаме двете*¹⁵⁵.

Најчесто поставувана дијагноза за последната финансиска и економска криза е таа дека Американците трошеле над нивните можности и дека тоа на долг рок е неодржливо и на крај мора да заврши така како што заврши. Ова секако дека е точно, но овде се поставува и друго клучно прашање: Зошто силниот економски развој во последните неколку декади не овозможи да пораснат можностите на американските граѓани во сооднос со нивните потреби? Да, Американците трошат сè повеќе, но би требало и повеќе да заработуваат. Одговорот на ова прашање лежи во големата концентранција на богатството кај мал број на луѓе, а стагнација на огромното мнозинство. Значи бенефитот од растот на економијата не го осетиле сите слоеви со иста мера, односно некои воопшто и не го почувствувале¹⁵⁶.

Овој податок е штетен за економијата. Богатите не трошат исто како и средната и ниската класа односно најголем дел од нивниот доход оди во заштеди, а не во директна потрошувачка. Правичната распределба на доходот не е само политичко или социјално прашање, тоа во суштина е економски проблем. Се додека не се ублажат овие разлики американската економија тешко ќе може да се врати на големите стапки на раст

¹⁵⁵ Louis D. Brandeis, прогресивен реформатор и судија во времето на претседателот Вилсон, еден од главните опоненти на големите корпорации и концентрација на богатството

¹⁵⁶ Пред три декади на најбогатите 1% од населението во САД им припаѓаа 9-10% од вкупниот доход. Овој процент се повеќе растеше така што во 2007 година најбогатите 1% од населението прибираа 23,5% од вкупниот национален доход. Ова високо ниво на концентрација на доходот е забележан и пред Големата депресија во 1929 година што јасно ја дава паралелата на една од причините за криза. Види поопширно Piketty и Saez "The Evolution of Top Incomes: A Historical and International Perspective"

поттиканати од потрошувачката. Клучниот проблем не е да се наметне помало трошење на населението туку да се овозможи поголем доход за огромното мнозинство да би можело без задолжување да ги покрие своите потреби. Едноставно кажано економските бенефити треба да се ползуваат од поширока структура на поединци. Доколку се погледнат историските податоци ќе забележиме дека растот на продуктивноста воопшто не е следен со раст во доходот на работниците. Секако дека ова во голем дел е и резултат на новите технологии, глобализацијата, конкуренцијата и ефтината работна рака во странство, но секако е и последица на трансферот на додадената вредност кај најбогатите.

Од денешна гледна точка повеќе од јасно е дека стагнацијата ќе продолжи во наредните неколку години. Невработеноста ќе остане висока, доходот низок (за мнозинството,) а потрошувачката слаба. Мора да се има предвид дека растот од 2000 до 2007 година во голем дел се базира на зголемена потрошувачка, но не како резултат на зголемен доход туку како резултат на поголемо задолжување врз основа на зголемена вредност на колатералот. Ако цените на недвижностите не растеле со толкав обем, потрошувачката и задолженоста исто така немаше да растат толку драматично, а и обратно. Бидејќи е очигледно дека вредноста на колатералот нема да расте со големо темпо, а достапноста на кредити ќе остане ниска тогаш јасно е дека треба да се бараат нови модели на стимулирање на потрошувачката.

Спасувањето на големите финансиски институции, намалувањето на каматните стапки, поттикнувањето на кредитниот пазар, јавната потрошувачка и сличните мерки се доволни само делумно и на краток рок да се ублажат проблемите. За да се добијат долгорочни суштински резултати мора да се погледнат фундаментите на еден економски систем и неговите проблеми. На долг рок не е доволно да се овозможи повторно зголемена ликвидност и нормален тек на кредити, туку да се овозможи реален раст на доходот кај средната и ниската класа. Во теоријата постојат голем број на предлог мерки со кои би се стимулирала средната класа и

потрошувачката генерирана од истата. Некои од овие мерки си имаат и свои трошоци, но на долг рок може да генерираат поголеми буџетски приходи и раст на општествениот производ што би значело намалување на релативното учество на долгот во однос на БДП.

Данаочни олеснувања за најсиромашните. Ова е можеби најстандардната мерка во вакви услови која веќе делумно се применува во САД. Имено, за да не се влијае директно на пазарот на труд наједноставно е да се зголеми (или намали) доходот преку даночната политика. Ова може да биде преку намалување на даночната стапка за определена категорија на вработени со доход под определен лимит (пример 25 000 усд), целосно ослободување од персонален данок или дури со најхрабра мерка преку поврат на данок (reverse income tax). Ова секако дека ќе има големи буџетски импликации на краток рок, но поголемите расходи можат да се покријат од дополнителни приходи. Robert B. Reich (2011) има конкретен предлог овие расходи да се покријат од два извори: Данок на загадување и зголемување на данокот за богатите. Секако дека постојат низа на можности за генерирање на приходи кои нема да ја загрозат ниската и средната класа, а ќе се користат за стимулирање на истата.

Другиот проблем е данокот на капитални добивки, односно треба да се разгледа можноста и капиталните добивки да се оданочуваат прогресивно. Reich заклучил дека 400 лица со најголема даночна основа (најголем доход) во 2007 година платиле само 17% просечен данок како резултат на фактот што најголемиот дел од приходите им се пријавени како капитални добивки кои се оданочуваат рамномерно со стапка од 15%. Предлогот за зголемување на даночните бенефиции за ниската и средната класа не треба да се гледа како обид да се наметне социјалистички систем во модерни капиталистички држави, туку како основа за зголемена потрошувачка и економски раст. Значи бенефит од ова крајно ќе имаат компаниите преку зголемена побарувачка за нивните производи и државата преку наплата на поголеми даноци како резултат на растот на економијата. Во иста насока треба да се насочат и мерки за решавање на проблемот со

долгорочната невработеност. Краткорочната невработеност сама по себе не е проблем бидејќи ја одразува мобилноста на работната сила. Од друга страна долгорочната невработеност ја намалува веројатноста за повторно вработување, а ги зголемува буџетските издатоци за невработените. проблемот со долгорочната невработеност може делумно да се реши со стимулирање на повторно вработување, преквалификација и активна буџетска поддршка на овие лица на краток и среден рок (1-2 години).

Наредна област во која мора да се направат промени се *образованието и здравството*. Имено, САД долги години беше лидер во образованието, но во последните 10-20 години нивото на образовниот систем бележи пад особено во однос на европските земји. Системот на ефикасно и лесно достапно образование за секого е најдобар механизам за овозможување на премин од ниско кон високо платена работа што повторно завршува со зголемена побарувачка и економски раст. Во 2010 година направен е првиот чекор во реформата на здравствениот систем преку проширување на т.н Medicare Act и креирање на single-payer held care¹⁵⁷. Американците плаќаат за здравствени услуги повеќе од која било друга развиена земја по глава на жител, а и покрај реформите од 2009,2010 година сèуште има милиони Американци без здравствено осигурување.

Имајќи предвид дека сегашните прогнози претпоставуваат подолготрајна и стагнантна криза можеби сега е најдобриот момент во САД да се преземат сите мерки потребни за поправична распределба на доходот. Гледајќи површно ќе се донесе заклучок дека оваа реформа ќе наиде на голем отпор од страна на побогатите (бизнисмени, главни извршни директори, лоби групи, сенор менаџери и сл), но сепак суштината е дека сите на крај ќе имаат корист од оваа реформа. Доколку сиромашните и средната класа се платежно посposобни побогатите лица и компаниите ќе имаат целни групи за пласаман на нивните производи и услуги.

¹⁵⁷ Single-payer health care претставува медицинска грижа финансирана од еден единствен осигурителен фонд основан од страна на државата. Тој представува систем со кој сите издатоци поврзани со медицинската заштита се собираат од страна на еден осигурителен фонд основан или контролиран од државата кој потоа ги распределува средствата. Овој систем се применува во Белика Британија, Австралија, Канада, Тајван.

Со решавањето на нееднаквата распределба на доходот ќе се овозможи да се подобрат фундаментите на американската економија и да се подобрат долгорочните можности за развој. Доколку се продолжи со тенденцијата за спас и помош само на тие што се системски важни за стабилноста на целата економија ќе се изгубат основите на кои таа економија се базира. Сегашниот претседател и демократската администрација покажуваат амбиции за решавање на овој проблем, но тие амбиции сè уште се премногу компромисни со конзервативните тези.

6.2. ИДНИНАТА НА БАНКАРСТВОТО

Во последните две години интересот на теротичарите и политичарите се повеќе се фокусира на должничката криза на државите а се помалку на реалните реформи во банкарскиот сектор. Можеби последните протести во САД (Окупирај го Wall Street) полека го враќаат интересот кон банкарскиот сектор и фундаментите за оневозможување на идна криза од исти или слични размери. Сепак должничката криза не е изолиран проблем, односно тој долг главно е кон банкарските институции и секое ескалирање на овој проблем ќе има директен импакт врз финансискиот сектор. Како пример е и отписот на дел од долгот на Грција кон приватните кредитори во 2011 година.

Во последната финансиска криза од 2008 година спасувањето на банките помина релативно лесно, без посериозни општествени противања, пред сè како резултат на широко прифатеното мислење дека спасот на банките значи спас на целокупната економија и заштита на богатството на населението. Сепак, во евентуално нова финансиска криза во која во центарот повторно би биле финансиските институции, сличен вид на мерки насочени кон големите банки би било многу тешко да се објаснат. Моделот на „приватизирање на профитот и национализирање на загубите“ нема да може повторно да се примени. Затоа токму сега е времето за порадикални реформи во глобалниот банкарски систем.

Како што напоменав погоре моменталната должничка криза во Еврозоната (ниту САД не е на нешто подобро ниво) е директно поврзана со стабилноста на банкарскиот систем и државата мора да го реши овој „свој“ проблем за да не ги загрози и останатите (банките). Ова би бил прв чекор во стабилизацијата на банките и овозможување да ја извржуваат својата редовна функција (штедење-позајмување) на надобар можен начин со најмал можен ризик. Направени се и неколку компарации на влијанието на должничката криза во Аргентина во 2001 година и нејзиното влијание врз банкарскиот сектор и заклучоците се недвосмислени (види поопширно Levy Yeyati, Martinez Peria и Schmukler, 2011 година). Грција е уште поблизок пример, и без разлика што грчката економија учествува со само 2% од европскиот БДП, нејзиниот евентуален банкрот ќе има огромни негативни последици на целиот финансиски систем (има и сега). Од друга страна американскиот и европскиот финансиски систем се потесно поврзани од кога било во историјата, односно секоја криза на кој било од двата континенти ќе има глобално влијание¹⁵⁸.

И покрај фактот што Грција има релативно мало учество во европската економија, сепак мора да се има предвид дека пазарот не ја гледа како еден изолиран случај туку како пробен пример за поголемите економии кои се во тешка должничка криза (Шпанија, Италија па и Франција во последен период). Моделот по кој ќе се спаси или пак ќе банкротира Грција ќе биде перцепиран како модел по кој ќе се решаваат сите земји со истите проблеми. Токму затоа не треба да се третираат оделно туку проблемот на должничката криза и стабилноста на финансикиот систем мора да се решава интегрирано. На државите им е потребна помош (делумно на некои и отпишување) и реструктуирање на долгот, а на банките дополнителен капитал за да го издржат тоа. Доколку Грција банкротира речиси е сигурен банкротот на неколку големи грчки банки и сериозни проблеми за банките од целиот свет кои имаат побарување од Грција. Ако

¹⁵⁸ Американските банки голем дел од своите операции ги вршат на европскиот пазар пред се преку филијали во Лондон, додека европските банки се многу активни на Wall Street (Deutsche Bank, Barclays' Capital, BNP Paribas, HCBС и слично)

Грција или која било друга земја не може самата да се спаси, како ќе ги спаси своите финансиски институции?

Една од главните идеи во последните дискусии за европската должничка криза е воведување на еврообврзница, односно должнички инструмент кој ќе биде гарантиран од страна на целата Европска унија, а не само од државата која ја издава. Иако овој план на прв поглед изгледа примамлив, сепак малку е веројатно најбогатите земји да го прифатат (пред сè мислам на Германија), бидејќи не гледаат потреба за дополнително изложување на ризик на нивните даночни обврзници за туѓи долгови (ако може да се нарече туѓ долгот во рамките на ЕУ). Најефикасно долгорочно решение би било заедничка фискална политика по примерот на монетарната унија. Ова пред сè би имало за цел заедничка контрола на трошењата, даночната политика и долгот на сите земји членки, а од друга страна единствена фискална политика би била многу поефикасна во координацијата со заедничката монетарна политика.

По почетокот на финансиската криза постоеја многу повици за да не се троши времето непотребно туку да се искористи истата за воведување на неопходни регулаторни реформи¹⁵⁹. Не дека во овој период од почетокот на кризата до денес не се направија определени регулаторни реформи, сепак сè уште изостанува порадикална и глобално водена акција¹⁶⁰. Многу теоретичари ги поздравуваа новите реформи, но најголем дел ја истакнуваат недоволноста на истите како и потребата од подобра координација помеѓу земјите, различните регулаторни тела и меѓународните финансиски институции.

Thorsten Beck (2010) предлага проциклична политика на капитални стандарди, а не нивна статичност како што е сега ситуацијата. Тој го става погрешното мерење на ризикот и малата корисност на историските статистички податоци на врвот на проблемите кои не дозволуваат

¹⁵⁹ A VoxEU. Org Book, "The Future of Banking", 2011 година, страна 4

¹⁶⁰ Dodd-Franc Act во САД, Vickers Report во Велика Британија, Базел 3 стандардите и слично се добри почетни чекори, но истите се премногу локално насочени (освен Базел 3) и не доволно радикални во предложените промени

стагнантно користење на капиталните стандарди во секој момент. Типичен пример за ова беше нереалното високо рангирање на државниот долг во претходниот период и драстичното отстапување од статистичките податоци. Постојат моменти кога определено пазарно отстапување за секогаш ја променува статистичката низа која до тој момент давала определени заклучоци. Токму тоа треба да го воочат регулаторите и да реагираат соодветно со мерките кои ги имаат на располагање вклучувајќи и промена на капиталните стандарди за определени категории. Исто така треба да се размисли за зголемување на капиталните стандарди за глобалните финансиски институции кои имаат системски ризик.

Последните регулаторни реформи во банкарскиот систем го таргетираа прашањето на преземање на ризик и капитални стандарди, но се игнорираат персоналните прашања поврзани со сопствеништвото и менаџерите. Luc Laeven (2011) тврди дека определени стандарди можат да имаат различен ефект врз банките во зависност од „моќта“ на нивните акционери и менаџери. Исто така Saunders (2010) заклучува дека банките кои се во доминантна сопственост на еден акционер преземаат поризични активности во однос на банките во солидно корпоративно управување и широка акционерска структура.

По почетокот на кризата во САД, а во уште неколку од развиените земји се воспоставија нови регулаторни тела. Но прашањето е дали диферзифицирана структура на регулатори може да одговори соодветно на комплексноста на сегашниот финансиски систем? Потребата од централизација со цел поголема ефикасност е потребна како во секоја земја така и на глобално ниво. Во сличен контекст е и прашањето со даноците кои ги плаќаат банките. Доколку се погледнат нивните профити пред кризата и бенефитите кои од тоа ги имаат акционерите јасен е заклучокот дека истите се премалку оданочени или поедноставно кажано неправично оданочени. Во последните неколку месеци во ЕУ многу е актуелно прашањето за воведување на данок на секоја финансиска трансакција коешто е протезирано пред сè од Франција, а неприфатливо за

Велика Британија. Како што е општо познато банките се ослободени од ДДВ, но исто така немаат ниту право на поврат на платено ДДВ. Ова создава можност за избегнување на данок преку инвестиции во основни средства преку други фирми поврзани со банката (лизинг компании, консултантски компании и сл) кои имаат право на поврат на ДДВ што на некој начин значи намалување на богатството на даночните обврзници.

Зошто пообемното оданочување на банките е добра идеја? Всушност кое зголемување на даноци е добра идеја? Прво и основно затоа што е правично и социјално издржано. Второ, и покрај тоа што даночната стапка за финансиските трансакции би била исклучително ниска (под 0,1%), сепак бројот и волуменот на овие трансакции е толку голем што даночните приходи би биле повеќе од сигнификантни. Цел на секоја даночна политика е поширока даночна основа, а помал данок. И финално, овие даночни приходи ќе овозможат намалување на даноците во другите сфери и поттикнување на индустрискиот, трговскиот и услужниот сектор. Раст на реалниот сектор веднаш поттикнува поголем број на трансакции кои на среден рок би ја надополниле првичната штета. И секако, овој трансфер на доходот би требало да биде во корист на населението, а тоа секогаш води до поголема потрошувачка. Има голем број на теоретичари кои тврдат дека оданочувањето на финансиските трансакции ќе ги намали шпекулативните трансакции и ќе донесе поголем стабилност. Со оваа теза неможам целосно да се сломам затоа што токму таму каде што има даноци, такси, акцизи и слично е местото најпогодно за шпекулации и злоупотреба.

На почетокот на овој труд е анализирана дилемата за финансиските иновации и нивната улога во финансиската криза. Сепак треба да се има предвид дека сите овие иновации овозможија голем број на услуги, производи и крајно задоволства кои го подобруваат нашиот начин на живот. Лесниот тек на капиталот е основен предуслов за раст на економијата и поголема благосостојба. Од тој аспект не треба финансиските иновации да не загрижуваат сами од себе, туку треба детално да се детерминираат ризиците кои иситите ги носат и соодветно да се регулираат.

King и Levine (1993) истакнуваат дека целта на финансискиот систем пред сè е квалитетот на алокација на ресурсите, а не квантитетот. Од таму финансискиот систем не треба да се гледа како еднонасочен тек на пари кои продуцираат раст, туку како централен нервен систем, кој овозможува ефикасна алокација на ресурсите. Токму ова гледиште треба да биде основниот постулат на реформиран финансиски систем каде квалитетот, а не квантитетот ќе биде на прво место.

*Финансиите се моќни. Финансискиот систем може да биде мотор на економски просперитет или деструктивна причина за економско назадување и мизерија*¹⁶¹.

6.3. МУЛТИНАЦИОНАЛЕН ОДГОВОР НА ГЛОБАЛНИ КРИЗИ

Во најголем број на теоретски анализи на финансиската криза (вклучувајќи го и овој труд) фокусот на интерес е слабата регулаторна поставеност во САД. Секако дека таму каде што започна кризата и таму каде што се најголемите проблеми треба да се бараат и причините, но сепак САД не беше единствената земја која не ги предвиде ризиците од глобалните финансиски текови. Целиот развиен капиталистички свет има свој удел или одговорност за настанатата криза и глобалните ефекти од истата. Слабостите, причините и мерките на американските власти детално се анализирани погоре во трудот, но ставање на акцент само на таа земја и можностите за справување со криза од такви размери е погрешен или во најмала рака недоволен пристап.

По настанувањето на финансиската криза се направија голем број на обиди за реорганизација на постојните и креирање на нови меѓународни организации кои треба да имаат своја улога во спречување на вакви настани во иднина и пред сè мерки за спречување на ширењето на секоја наредна криза. Во периодот пред кризата главен акцент во регулирањето на системскиот ризик беше врз регулирањето на капиталот на банките и

¹⁶¹ Ross Levine, "Finance, Long-run Growth, and Economic Opportunity", Brown University, 2011 година

дозволување на соодветен обем на активности врз база на истиот¹⁶². Првиот позначаен чекор во оваа насока беше во 1988 година од страна на Базелскиот комитет за банкарска супервизија со усвојување на т.н Базел 1, според кој се воспоставија два основни коефициенти за пресметка на адекватноста на капиталот и референтни вредности кои треба да се оддржуваат од страна на банките. Во 2004 година се донесе Базел 2, којшто претставуваше подобрен модел на мерење на ризикот и можност за различно рангирање на исти инструменти врз база на повеќе баријабели. Базел 2 пред сè го зема предвид кредитниот рејтинг на позајмувачот или издавачот на определен должнички инструмент и овој рејтинг претставува почетна основа за мерење на ризикот. Исто така Базел 2 овозможува интерни рејтинг- модели на финансиските институции со кои ќе се мери ризикот на определен пласман. Овој интерен емпириски модел мора да е регулиран и потврден од страна на регулаторните тела со доволна доза на сигурност дека правилно се издвојуваат резерви за потенцијални загуби.

Не само од аспект на регулативата и адекватноста на капиталот туку и од низа на други точки меѓународниот финансиски систем се хармонизираше. Генерално прифатениот принцип на вреднување на средствата по фер вредност е најзначен чекор за поголема транспарентност на глобалниот пазар и подобра информираност на инвеститорите за состојбата на компаниите дома и надвор. Вреднувањето по фер вредност минатата состојба ја сведе на сегашност и оневозможи криење на можни загуби од промена на вредност на определено средство.

И покрај големите напори во хармонизација на глобалниот финансиски систем од кои само неколку се наброени погоре, истиот не успеа да ја предвиди глобалната криза и да го заштити системот. Во определен дел мерките не беа доволни, а во дел не ни имаше можност да се применат. Меѓународните стандарди во најголем дел се однесуваа на банките, но не и на останатите комплексни финансиски институции како што

¹⁶² Во оваа смисла како капитал се третира секои средство за кои не постои договорна обврска за должење, плаќање или поврат. Капиталот треба да ја осигура стабилноста и можноста за покривање на потенцијални загуби

се хец фондовите, инвестициските банки, осигурителни компании и слично кои зедоа огромен замав во последната декада пред кризата. Регулаторните стандарди (вклучувајќи ги и Базел 1 и 2) не ги третираа овие институции затоа што тие не беа депозитарни и се третираа како секој друг вид на приватно друштво кое работи за да оствари профит. Покрај банкарството од сенка исто така и голем број на финансиски деривати кои се практикуваа од финансиските институции останаа нерегулирани. Исто така големи празнини останаа на полето на ширењето на мултинационалните финансиски институции и нерегулирањето на системскиот ризик од нивното делување.

Првиот посериозен посткризен обид за реформа на глобалниот финансиски систем е направен од страна на Г-20 и првиот нивен состанок во Вашингтон во 2008 година¹⁶³. Оваа структура на светски лидери во неколку понатамошни самити ги поставуваат основите на реформиран финансиски систем со посебен акцент на банкарството од сенка, менаџерските компенации, деривати, сметководствени стандарди, валути, монетарна политика и слично. Сите промени се во насока на зајакнување на капиталните стандарди и нивна процикличност, односно Базел 3 овозможува промена на капиталните стандарди од страна на регулаторите во услови на експанзија (во насока на нивно зголемување) како проциклична мерка. Според Базел 3 банките се обврзани да држат поголем износ на Tier 1 капитал како „поквалитетен“ дел од активата. Ова има и низа на негативни импликации за реалната економија. OECD прогнозира дека имплементацијата на Базел 3 покрај поголема сигурност ќе донесе и намалување на годишниот БДП за 0,05-0,15 процентни поени¹⁶⁴. Базел 3 исто така воспоставува нови стандарди за стрест тестовите и ликвидносните коефициенти.

Меѓународната регулаторна заедница исто така презеде чекори за построга директна регулатива за финансиски институции кои порано ги

¹⁶³ Г-20 е дополнет Г-7 со останатите највлијателни економии во светот

¹⁶⁴ Базел 3 наложува банките да држат 4,5% common equity (2% беше според Базел 2) и 6% Tier 1 капитал (4% беше според Базел 2)

избегнуваа стандардните банкарски регулатори. Во октомври 2010 година Financial Stability Board (FSB)¹⁶⁵ издаде извештај под наслов „*Intensity and Effectiveness of SIFI Supervision*“, според кој сите „системски значајни финансиски институции“ треба да применуваат стандарди построги од предвидените со Базел 3. Ова тело исто така објави дека ќе создаде критериуми по кој ќе се цени дали определена институција е системски значајна или не, за да се осигура конзистентност во примената помеѓу различни земји.

Меѓународниот монетарен фонд вонредниот механизам на оценка на финансиската стабилност на земјите го трансформира во редовен и мандаторен за сите земји кои имаат системски значаен финансиски сектор. Дваесет и пет земји во 2010 години го исполнија критериумот на ММФ за системски важен сектор, според два критериуми: 1. големина на секторот, 2. негова интерконекција¹⁶⁶. Околу 90% од финансискиот сектор е претставен во оваа група, како и 80% од глобалната економија¹⁶⁷. Секоја земја е должна најмалку во пет години да прифати оценка на финансиската стабилност а по нејзино барање може и почесто.

Во последните години по финансиската криза јасно е дека меѓународната заедница има преземено многу чекори во зајакнување на глобалниот финансиски систем, многу повеќе од тоа што е генералниот впечаток во јавноста. Сепак постојат низа на предизвици и проблеми кои бараат одговор во иднина. Brummer нотира три клучни предизвици за иднината:

Прво, во генерална смисла не е доволен опсегот на реформите. Иако капиталните стандарди се зголемија за определени деривати и трансакции поврзани со истите, сепак изостанува подетална меѓународна

¹⁶⁵ Financial Stability Board е интернационално тело основано после состанокот на Г-20 во Лондон, 2009 година, кој има задача да даде препораки во врска со глобалниот финансиски систем

¹⁶⁶ Австралија, Австрија, Белгија, Бразил, Канада, Кина, Франција, Германија, Хонг Конг, Италија, Јапонија, Индија, Ирска, Луксембург, Мексико, Холандија, Јужна Кореа, Русија, Сингапур, Шпанија, Шведска, Швајцарија, Турција, Велика Британија и САД

¹⁶⁷ Chris Brummer, "International Financial Institutions and Global Legal Governance, The Transgovernmental Origins of, and Responses to the Financial Crisis", The World Bank Legal Review, 2011 година, страна 330

усвоена практика за објавување и известување во врска со сите вакви трансакции и кои институции точно можат да се занимаваат со трансакции со деривати. Сè уште останува отворено прашањето за меѓународната регулатива на определени финансиски институции како што се хеџ и капиталните фондови. Ова остава отворена можност за прелевање на поризичните трансакции од регулираните кон нерегулираните институции. Ова беше случај и пред кризата со тоа што сè повеќе се стеснува кругот на нерегулирани (или поточно не доволно регулирани) институции. И конечно меѓународните институции (како ММФ, СБ) кои ги препорачуваат промените во финансискиот сектор немаат доволен мадат за целосна имплементација на истите затоа што се работи за суверени земји со свои органи на одлучување.

Второ, новите меѓународни стандарди, пред се Базел 3, имаат временска рамка во која треба да се имплементираат. Ова има за цел да се остави временски простор за попроблематичните финансиски институции да можат да се докапитализираат и да го усогласат своето работење со новите стандарди. Brummer (2011) го поставува прашањето дали овој период е предолг, односно дали додека се имплементираат новите стандарди глобалната економија може да влезе во нови кризи?

И конечно, Базелскиот комитет повикува на поголема координација помеѓу земјите, а со цел спречување на нови кризи. Иако меѓународните стандарди предвидуваат соработка помеѓу земјите во кои делуваат системски важни финансиски институции, сепак овие стандарди формално не ги утрдуваат каналите и методите за оваа соработка со што се остава простор за определен субјективизам. Во оваа насока уште еден проблем е што во сите земји регулаторните тела немаат целосен мандат во сите акции кон финансиските институции, односно дел од надлежностите се во рацете на судските органи¹⁶⁸.

¹⁶⁸ На пример при банкрот и затварање на финансиска институција која има свои операции во повеќе земји, поради различната регулатива извесни се проблеми и најаснотии во целата операција

Секако дека постојат уште неколку критични точки каде што се потребни итни и сеопфатни мерки. Сепак, мора да се признае дека во последните три години значително е променета регулативата и финансискиот систем е многу поотпорен на потреси. Одење во друга крајност односно регулирање на „сè и за сè“ може значително да го отежне слободното движење на капитал и да го загрози економскиот напредок. Не треба да се заборави дека определени разлики во регулативата секогаш ќе постојат како резултат на различните морални и филозофски стојалишта градени со векови. На пример идејата на францускиот претседател Саркози за ограничување на менаџерските бонуси на глобално ниво наиде на сериозен отпор во САД каде што овој вид на интервенција се смета за силно нарушување на слободната алокација на пазарот и капиталистичката филозофија. Понатаму, определени ограничувања за интеракција на класичното банкарство со останатите финансиски институции преку т.н Volcker rule во САД, многу потешко е остварилво во Европа поради традиционално практикуваното универзално банкарство на европските банки. Трошоците и процедурите за нивно реструктурирање би бил многу поголеми од оние во САД.

6.4. ХИПОТЕКАРНОТО КРЕДИТИРАЊЕ ПОСЛЕ КРИЗАТА

Што е разликата помеѓу ликвидни и солвентни компании? Вообичаено солветните компании (тие кај кои приходите се доволни за покривање на трошоците) воедно се ликвидни односно можат да одговорат на потребните плаќања во даден временски период. Дури и приходите да не се временски усогласени солвентните компании без проблем ќе позјамат средства на финансискиот пазар кои би се вратиле од идните приливи. Во услови на криза солвентните компании можат многу лесно да станат неликвидни дали поради тоа што банките не се во можност да одобрат кредити или поради тоа што средствата во нивниот биланс не можат да се продадат навремено, односно не постои прифатлив пазар за нив. Токму тоа

и се случи со последната финансиска криза. Голем број на солвентни компании станаа неликвидни. Огромна сума на пари беа пласирани во хипотекарно поврзани хартии од вредност кои со почетокот на кризата изгубија голем дел од својата вредност. Всушност намалувањето на вредноста на хипотекарно поврзните хартии од вредност имаше силен импакт на целата економија од луѓето со најниски примања до најголемите компании. Хипотекарниот пазар во САД не е значаен само за лицата кои купуваат домови, неговата стабилност и ефикасност ја детерминира во определен дел кохезијата на американското општество и американската економија.

По Големата депресија, Владата на САД ја формираше FNA, Federal Home Loans и Fannie Mae за да го оневозможат драматични движења на цените на недвижностите и да стимулираат сопствеништво на свој дом. Стапките на нефункционални кредити повремено растеа и паѓаа, но сепак системот повеќе од шест децении функционираше релативно добро се до почетокот на 2007 година. Причините зошто ова се случи се елаборирани погоре во трудот во овој дел акцент се става на иднината на хипотекарното кредитирање и потребните чекори во услови на стагнација на пазарот.

Владините акции за конзервација на Fannie Mae и Freddie Mac всушност значеше национализација на хипотекарниот пазар имајќи го предвид влијанието на овие институции на истиот. По почетокот на кризата, па до денес речиси сите нови хипотекарни кредити се иницирани и поттикнати од овие институции. Општо е уверувањето дека за да заживее целокупната економија во САД мора да се врати хипотекарното кредитирање во нормални рамки за кредитноспособни позајмувачи под поволни услови. Системот треба да стане отпорен на бизнис -циклуси и кредитирањето да остане достапно и во услови на рецесија и кризи, а воедно да не биде „пренадуван“ во услови на експанзија.

Во суштина постојат две крајности во обидот хипотекарното кредитирање да се подигне на повисоко ниво. Првата крајност е да продолжи доминацијата на Федералната влада преку целосна

национализација на Freddie Mac и Fannie Mae и со тоа да се даде јасен сигнал на пазарот дека државата го поддржува овој вид на кредитирање без разлика на тоа на која страна од економски циклус се наоѓа економијата. Овој пристап има еден огромен ризик, а тоа е можна штета за даночните обврзници доколку системот генерира загуби и не се менаџира ефикасно. Во услови на национализиран хипотекарен систем Владата би требала да обезбеди гаранции за инвеститорите во хипотекарните хартии од вредност во случај на неплаќање од страна на позајмувачите. Ова осигурување би имало соодветен трошок кој вообичаено се трансферира кон крајниот корисник (позајмувачот). Од друга страна класичната економска школа не учи дека државата никогаш не е најефикасниот алокатор на ресурси во општеството.

Втората крајност е комплетено излегување на државата од овој пазар и препуштање целосно на приватната иницијатива. Предноста на правата всушност е слабост на оваа варијанта, односно историското искуство не учи дека комплетно оставање на приватниот сектор може да предизвика големи дисторзии во услови на рецесија. Од друга страна приватната иницијатива би овозможила најефикасна алокација на ресурсите. Државата сакајќи да стимулира сопствеништво на дом, може голем дел до ресурсите да ги насочи кон хипотекарниот пазар во услови кога постојат други можности за попродуктивни и попрофитабилни инвестиции на пазарот. Оваа варијанта не подразбира дека државата треба да се откаже од регулаторната функција, туку дека треба да се откаже од какво било директно или индиректно гарантирање на било какви обврски на пазарот. Принципиелниот став се базира на фактот дека високо квалитетни хипотекарни кредити се добра инвестиција и имаат историја на минимални загуби.

Наместо да се потпираме на владините гаранции за да се убедат инвеститорите за квалитетот на хипотекарните хартии од вредност, треба

едноставно да се овозможи хипотекарните кредити да бидат prime кредити¹⁶⁹.

Некоја средина помеѓу овие две крајности би требало да биде најдоброто решение. Ваков микс може да биде преку многу варијанти, но најлогично би било Владата да ја задржи својата улога во заштита на системот од големи амплитуди, стандардизација на процесот на секјуритизација, регулирање на системот и помош на разни групи со понизок доход. Приватната иницијатива би требало да го овозможи целиот потребен капитал, да ги издава и тргува хипотекарно поврзаните хартии од вредност¹⁷⁰. Сосема е сигурно дека во ваков комбиниран систем каматните стапки би биле нешто повисоки до периодот пред кризата, но сепак пониски од случајот целиот систем да се остави на приватната иницијатива. Со ова ниво на јавен долг САД не е ниту во можност да понуди големи субвенционирачки пакети за купувачите на домови. Државата би морала да ја задржи својата улога и во стимулирањето на кредитите со фиксни каматни стапки бидејќи приватните кредитори секогаш се заинтересирани за кредити со варијабилни камати особено имајќи го предвид долгиот рок на отплата на хипотеракните кредити.

Во ваков хибриден систем Федералната влада и приватните инвеститори треба да го делат ризикот на хипотеракните кредити. Во суштина главниот ризик го носи приватниот сектор, а државата би презела дел од ризикот само во исклучителни околности на големи амплитуди на пазарот. Логично е во услови на добра капитализираност и ефикасен менаџмент приватните финансиски институции можат да издржат нормални пазарни загуби во определени околности, а во најголем дел од своето делување тие би остварувале добивка. Во стабилни услови на економијата неплаќањето на кредитот од страна на кредитокорисниците вообичаено е индивидуална појава која се базира на околности врзани само со тоа лице

¹⁶⁹ Peter J.Wallison, Alex J.Pollock, Edward J Pinto, "Taking the Government Out of Housing Finance: Principles for Reforming the Housing Finance Market", An American Enterprise Institute Policy White Paper, 2011 година

¹⁷⁰ Moody's Analytics, "The Future of the Mortgage Finance System", 2011 година, страна 2

без опасност истите да се пресликаат на поголема група на лица. Овој број на индивидуални неуспеси во стабилни услови е релативно лесно да се процени, а со тоа и да се утврди агрегатниот кредитен ризик. Приватните институции треба да држат доволно ниво на резерви за да без посериозен проблем можат да ја покријат загубата во нормални услови. Наједноставно поврзување на приватниот сектор и Владата во делот на делење на ризикот би бил преку плаќање на премија за осигурување од страна на приватниот сектор, но само за ризикот кој што е над нормалниот (да речеме пад на вредноста на недвижностите од 20%).

Рејтинг- агенцијата Moody's има пресметано дека каматните стапки во услови на комбиниран систем би биле повисоки од целосно државен систем за 10 базични поени, но 87 базични поени пониски од целосно приватен систем¹⁷¹. Под секоја претпоставка каматните стапки во хибриден систем се доволно пониски од оние во целосно приватен систем за да направат разлика. Од друга страна разликата со целосно државен систем е многу помала и би имало помал импакт на движењето на кредитниот пазар. А и транзицијата кон хибриден систем би била полесна и поедноставна затоа што е поблиска до историскиот развој на овој пазар каде што секогаш државата имала некаква улога.

Едно е факт. Сегашната состојба на конзервација на Fannie Mae и Freddie Mac не може да трае вечно односно хипотекарниот систем мора да се трансформира. Прашањето е само во која насока ќе оди таа трансформација? Комбинираниот систем на приватна иницијатива и владина помош од денешна гледна точка е моделот којшто ветува најстабилен, а воедно и ефикасен систем на хипотекарно кредитирање. Хибридниот систем успешно ги спојува позитивностите од двете крајности, а воедно ги елиминира главните недостатоци. Секогаш треба да се има предвид дека политиката има значајна улога во ова прашање. Сопствеништвото на дом и помошта на недоволно кредитоспособните лица секогаш треба да се гледа

¹⁷¹ Види поопширно Moddys Analytics, "Special Report" од Mark Zandi и Cris DeRitis, 2011 година. Претпоставките под кои е правена анализата е дека приватните институции ќе бараат ROE од 15% и дека границата под која државата ќе гарантира е пад на цените на недвижностите од 15%.

од политички и социјален аспект, а не само од економски. Ова е една од главните теми во сите изборни кампањи во САД.

Агресивната владина акција за стопирање на финансиската криза даде првични резултати, но секако со голем трошок за даночните обврзници. Само трошокот поврзан со Fannie Mae и Freddie Mac се проценува на цца 200 милијарди усд. Во моментот на пазарот недостасува кредитирање од страна на приватните кредитни институции освен кога станува збор за високо кредитноспособни лица и семејства. Сите претпоставки се дека оваа состојба ќе биде присутна на среден рок сè додека не се врати целосната доверба на пазарот. Сите реформи треба да ја имаат компонентата на враќање на приватната иницијатава како здрав економски механизам за подобрување на состојбата на хипотекарниот пазар.

6.5. СЕКЈУРИТИЗАЦИЈАТА И ПРОМЕНЕТЕ ВО НЕЈЗИНОТО ПРАКТИКУВАЊЕ

Самиот поим секјуритизација по почетокот на кризата се перцепира како некоја лоша пракса која може да ја загрози стабилноста на целиот финансиски систем. Секако дека оваа перцепција е резултат на овозможувањето на масовно кредитирање на послабо кредитноспособни лица преку голема ликвидност креирана преку процесот на секјуритизација. Но сепак, како во минатото, така и во иднина овој процес ќе биде еден од основните мотори на финансискиот систем затоа што овозможува низа на предности како за должниците така и за кредиторите. И крајно, секјуритизацијата преку полесното движење на капитал го одржува економскиот развој на повисоко ниво. Токму затоа сите напори треба да се концентрираат кон реформа и подобра регулација на овој систем, а не кон негово попречување.

Од искуството од последната финансиска криза како и елаборациите за причините за истата во овој труд можеме да извлечеме неколку основни

негативности на секјуритизацијата кои би претставувале одредница за идни реформи.¹⁷²

- ✚ Секјуритизацијата може да создаде вишок на ликвидност и нереално подигање на цените на определени средства а со тоа креирање на услови за можен „балон“;
- ✚ Моделот на кредитирање за понатамошна дистрибуција може да креира морален хазард;
- ✚ Секјуритизацијата крие информативна асиметрија и можен конфликт на интереси кај учесниците (кредитори, рејтинг агенции и сл);
- ✚ Истата премногу се базира на математички модели, а не на реална индивидуална проценка на кредитен ризик.

Големата ликвидност што ја имаа банките овозможи истите да пласираат средства и на клиенти кои во услови на ограничена ликвидност не би одобриле (subprime). Овие клиенти ги земаа кредитите и во најголем дел успеваа да ги сервисираат обврските преку рефинансирање на долгот врз база на зголемена цена на својот дом. Ова функционираше одлично се додека цените растаа. Целата приказна понатаму е добро позната и веќе апсолвирана. Заклучокот е дека институциите и поединците на издвојувале соодветни резерви за потенцијални загуби во согласност со реалното ниво на ризик. *Овој вид на особена сензитивност на падот на цените на недвижностите е уникатен*¹⁷³.

Ризикот од намалување на вредоста на цените на недвижностите или воопшто или многу малку се земал предвид. Овој проблем делумно е поттикнат и од политичките елити кои секогаш се наклонети кон стимулирање на сопствеништвото на дом без разлика на можните ризици.

Моделот на кредитирање за понатамошна дистрибуција речиси во секоја анализа на финансиската криза е во центарот на вниманието, иако

¹⁷² Дел од наброените слабости се превземени од Steven L. Schwarcz, "The Future of Securitization", 2010 година

¹⁷³ Gary B. Gorton, "The Panic of 2007", NBER, working paper, 2008 година, страна 67

постојат и теоретичари кои сметаат дека овој модел не треба да се обвинува за кризата. S.L. Schwarcz (2010) смета дека доколку се тргне од тезата дека моделот на кредитирање за понатамошна дистрибуција креира морален хазард тогаш истата криза би требало да ја имаме и кај останатите подвидови на ваков вид на кредитирање и понатамошна продажба како што се автомобилските кредити, студентските кредити, кредитните картички и слично. Со оваа теза не се согласувам во целост затоа што големината и опсегот на хипотекарното кредитирање е немерлив со кој било друг вид на индивидуални кредити (не се сметаат корпоративните кредити).

Наједноствена заштита од овој вид на ризик би била формата на задржување на дел од ризикот кај давателот на кредит без разлика на тоа кој го поседува крајното побарување по сите трансакции на пакување и продажба на кредитот. Понатаму регулаторите можат да предвидат поинаков систем на оштетување или колатерални стандарди за овој тип на кредити. Овие мерки би имале краен ефект на намалена понуда на средства за хипотекарно кредитирање, но нели и зголемената понуда беше една од причините за почеток на кризата.

Финансискиот систем мора да го реши проблемот со сервисирањето на секјуритизирани кредити преку правилно водење, администрирање и наоѓање на најдобро можно решени во случаи на ненавремено сервисирање на обврските. Давателите на кредити во случај кога се и т.н. сервисери на истиот секогаш не се трудат во соработка со позајмувачот да најдат поволен излез, во најчест случај преку реструктуирање бидејќи тие не го носат ризикот на пласманот. Треба да се утврдат точни насоки и правила за давателите на кредит во случај на проблеми, односно прецизни индикатори кога е поповолно да се реструктуира кредитот, намали каматната стапка или зголеми периодот на отплата наместо преземање на имотот. Ова би било од исклучителен интерес за инвеститорите, односно крајните носители на ризикот.

Поради големиот број на индивидуалните трансакции, кредити и комплексните финансиски производи, финансиските институции во голема

мера се базираат на комплексни математички методи за пресметка на ризикот, а со тоа и вредноста на определено средство. Доколку овие модели се поставени правилно тогаш и резултатите очекувано би биле реални, во спротивно погрешни претпоставки можат да ги доведат учесниците на пазарот во големи заблуди и погрешни информации. Математичките модели се базираат на историски статистички податоци за движењето на некои варијабили, што се покажа како нецелосен пристап. На пример имајќи ги предвид историските искуства моделите не предвидоа дека може да се случи таков драматичен пад на цените на недвижностите, затоа што последните декаде нема такво статистичко искуство. Сегашното искуство пак од друга страна може да не одведе до друга крајност. Замислете на пример каков ефект би имал модел кој користи податоци од последните три, четири години. Доколку при статистички модели се земат предвид последните години, падот на цените на недвижностите и бројот на нефункционални палсмани тогаш сите финансиски инструменти креирани врз база на хипотекарни кредити би имале junk статус.

Во блиска иднина за очекување е дека секјуритизацијата ќе се применува во поедноставена форма врз основа на инструменти кои се лесно мерливи и ризикот предвидлив.

6.5.1. Иднината на Fannie Mae и Freddie Mac

Во делот на анализата на преспективите на хипотекарниот пазар се дадени основите за можни чекори во насока на подобрување на улогата на двете владино спонзорирани друштва во финансискиот систем. Сегашната состојба не е одржлива на долг рок. Администрацијата и Конгресот ќе мора да најдат соодветно долгорочно решение за овие две институции, а воедно да се задржи стабилноста на финансискиот систем. Самиот Bernanke во свое изјавлагање во 2008 година нагласи дека *задача на ФЕД во наредниот период е да размисли на кој начин повторно ќе ја воспостави врската помеѓу купувачите на домови и пазарите на капитал, а во насока на*

*подобрување на слабостите на сегашниот систем. Секоја ваква анализа според Bernanke мора да ги инкорпорира Freddie Mac и Fannie Mae имајќи ја предвид нивната улога која ја имаа во минатот, но и во сегашниот момент*¹⁷⁴.

Dwight M. Jaffee¹⁷⁵ предлага процес од три чекори преку кој ќе се дојде до потребната регулаторна форма за двете владино спонзорирани друштва, по напуштањето на конзервацијата:

1. Да се идентификуваат клучните пазарни функции кои би требало двете друштва да ги извршуваат;
2. Да се направи анализа на алтернативните механизми, јавно или приватно вршење на овие функции;
3. Детерминирање на најдобрата можна структура за оваа цел.

Основната цел на владино спонзорираниите друштва според нивните статuti е да промовираат стабилност и ликвидност на секундарниот пазар за хипотекарни кредити, а со цел овозможување на поголема ликвидност на кредиторите на примарниот пазар. На овој начин се спојуваат Main Street со Wall Street, и се овозможува дополнување на косокот на финансиски средства со кој би се соочиле примарните даватели на кредит без оваа конекција. Тоа што недостасува во моментот од оваа конекција е приватниот дел на овој канал односно секјуритизација преку приватни финансиски институции. Ова уште повеќе го остава системот зависен од Fannie Mae и Freddie Mac, а потребата од нивна реформа ургентна.

Погоре во трудот веќе е дадена анализа на второто прашање односно под јавна или приватна контрола треба да продолжат да функционираат двете друштва. Овде само би дополнително дека уште од 1980 година приватните институции почнаа да партиципираат на секундарниот хипотекарен пазар паралелно со владино спонзорираниите друштва, но прашањето е дали само приватни институции можат да одговорат на јавни потреби? И овде ќе повторам дека најдобра солуција е

¹⁷⁴ Парафразирано од излагање на B. Bernanke на Универзитетот Berkeley, 2008 година

¹⁷⁵ Dwight M. Jaffee е професор по финансии и недвижности на Berkeley универзитетот во Калифорнија

комбинирано делување односно оставање на Fannie Mae и Freddie Mac во приватни раце, но со јасна и експлицитна улога на државата во нивно регулирање и помош само во исклучителни околности. Нивната докапитализација би била основниот гарант за способноста да поднесат нормални пазарни загуби.

Реформите предложени во овој труд треба да го зајакнат финансискиот систем, да се намали ризикот за даночните обврзници и да се заштитат потрошувачите и инвеститорите. Транзицијата на Fannie Mae и Freddie Mac мора да продолжи со брзина која нема да биде преголема односно ќе биде пред сè доволна за да се постигнат бараните резултати. Загубите коишто ги претрпеа даночните обврзници со помошта на овие две институции се должат на лошите кредити и слабата контрола на ризикот. Во последните две, три години стандардите под кои работат Fannie Mae и Freddie Mac се доста зајакнати и кредитите кои денес се гарантирани од нив се со доста поголем квалитет отколку пред кризата.

Администрацијата на Обама јасно стави на знаење дека портфолиото на Fannie Mae и Freddie Mac мора sukcesивно да се намалува бидејќи со големина како пред кризата овие две институции претставуваат системски ризик за економијата. *Како што пазарот ќе почне да се опоравува и приватните инвеститори да се враќаат, ќе бараме можности, секогаш кога е тоа возможно да се забрза повлекувањето на Fannie Mae и Freddie Mac*¹⁷⁶.

6.5.2. Промени во примената и регулативата на credit default swap

Financial Times во декември 2009 година заклучува дека до тогаш малку западни политичари се грижеа за credit default swap за државниот долг на земјите. И уште помалку од нив воопшто се грижеа за овој инструмент. По почетокот на должничката криза во Европа примената на

¹⁷⁶ The Department of Treasury, US Department of Housing and Urban Development, "Reforming Americas Housing Finance Market", извештај доставен до Конгресот на САД, 2011 година

овој инструмент против државни долгови драматично се зголеми како резултат на желбата на инвеститорите да се заштитат од ризикот за default на државата на која позајмиле. Овој инструмент имаше големи импликации на пазарот и во моментот кога главно се користеше како осигурување од неплаќање на приватни институции, а со големата примена на државни долгови добива уште повеќе на актуелност. Уште повеќе што неговиот волумен на глобално ниво тешко се проценува прецизно затоа што овој инструмент се тргува преку шалтер.

Како и сите останати финансиски инструменти кои не се тргуваат на централизирана основа (воглавно преку регулирана берза), условите на секој CDS се уредува согласно со договорните услови на двете страни. Сепак, иако страните во овој вид на трансакција се слободни во уредувањето на условите за истата, постојат определени стандарди дадени од страна на ISDA (International Swap and Derivates Association). Овој инструмент се третира како сноп базиран на хартија од вредност и од овде и Комисијата за хартии од вредност на САД има овластување да ги следи овие трансакции и да се грижи дека истите не се резултат на измама, инсајдерски информации или друг вид на дејствија забранети на пазарот на капитал. И пред кризата CDS биле регулирани финансиски инструменти, но не доволно.

Во јуни 2009 година Секретаријатот за финансии на САД изготви предлог за реформа на регулативата на полето на CDS. Целта на оваа реформа е да се осигура транспарентност, интегритет и стабилност на пазарот на CDS и останатите деривати кои се тргуваат преку шалтер¹⁷⁷. Основна алатка на оваа реформа е воведување на трета страна во улога на „чистач“ на трансакцијата кој ќе стои помеѓу купувачот и продавачот. На овој начин ризикот од неисполнување на обврската од која било од договорните страни се пренесува на третата страна која има за цел да ја порамни трансакцијата. Оваа трета страна би била подложна на многу

¹⁷⁷ Houman B. Shadab, "Lessons From the Financial Crisis-Regulating Credit Default Swaps", chapter 78, 2010 година, страна 635

посилна регулатива од страна на државата, а воедно би била должна да ја зголеми транспарентноста на пазарот. Проблемот со CDS е тоа што не можеше да се измери во целост вкупниот ризик на пазарот бидејќи не постоеше централна институција која би ги прибирала и објавувала овие податоци. Пред 2007 година овој инструмент беше раширен во целиот финансиски систем без регулаторите да бидат свесни за магнитудата на развојот на CDS пазарот.

Како и во останатите реформи така и овде секогаш треба да се внимава да не се наруши слободната волја на странките и слободното склучување на облигаторни односи вклучувајќи и осигурување на дел од побарувањата. Висината на премијата за определен CDS од друга страна ја зголемува транспарентноста на пазарот преку јасни сигнали за тоа колкав ризик лежи кај определена институција. Исто така овој инструмент дава предупредувачки сигнали на пазарот за можни ризици во иднина. Со зголемување на премијата на CDS се дава јасен сигнал за алокација на капиталот на друго место.

И конечно како што заклучува Shadab (2010) примената на моделот на воведување на трет субјект во улога на гарант не значи по автоматизам дека ризиците ќе се намалат. Напротив без соодветна капитализација и ризик менаџмент централна клириншка институција може да го зголеми ризикот од концентрација, и да доведе до поголема криза од таа во 2008 година.

6.6. НАМАЛУВАЊЕ НА ЈАВНИОТ ДОЛГ КАКО УСЛОВ ЗА ДОЛГОРОЧНА СТАБИЛНОСТ

6.6.1. Состојбата на јавниот долг на САД и структура на кредиторите

Во последните неколку години многу е актуелно прашањето поврзано со јавниот долг и способноста на државите истиот да го сервисираат.

Последните настани со Грција, Шпанија, Ирска и сл, само ја потврдуваат тезата дека и државите се ризични позајмувачи и дека исто како и компаниите можат да се доведат во позиција да не се во можност да ги сервисираат своите обврски кон кредиторите. САД е земја со висок јавен долг од цца 14,3 милијарди усд. Перцепција во јавноста е дека најголем кредитор на САД е Кина, Јапонија или некоја од земјите извознички на нафта. Оваа перцепција не одговара во целост со реалната слика за тоа, „кој ја поседува Америка“.

Табела 13: Главни кредитори на САД

(во милијарди усд)

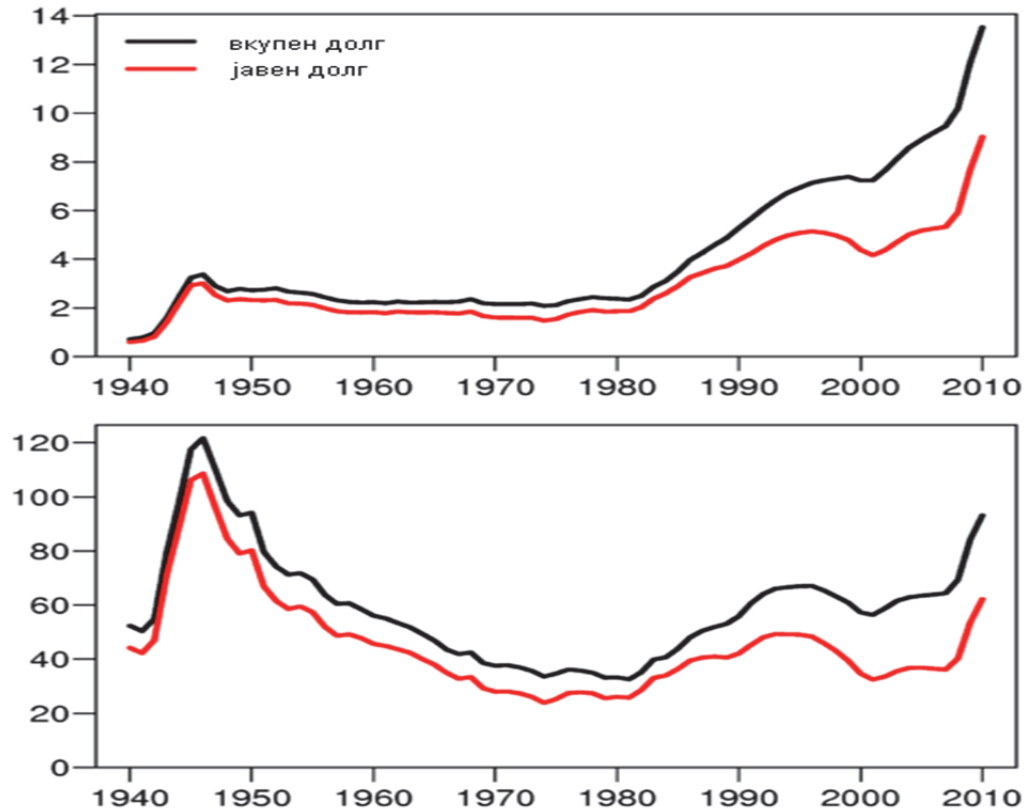
Кредитор	Износ на долгот	% од БДП
Хонг Конг	121,9	0,9%
Банкарски Центар на Карибите	148,3	1%
Тајван	153,4	1,1%
Бразил	211,4	1,5%
Земји извознички на нафта	229,8	1,6%
Mutual funds	300,5	2%
Комерцијални банки	301,8	2,1%
Државни пензиски фондови	320,9	2,2%
Парични фондови	337,7	2,4%
Велика Британија	346,5	2,4%
Приватни пензиски фондови	504,7	3,5%
Локални влади	506,1	3,5%
Јапонија	912,4	6,4%
Граѓани на САД	959,4	6,6%
Кина	1.160	8%
Секретаријат за финансии на САД	1.630	11,3%
Социјални фондови	2.679	19%

Извор: Global Post, CNN Money

Од табелата јасно се гледа дека главните сопственици на американскиот долг се самите американци било директно, преку пензиски, социјални фондови, локални влади и слично. „Странците“ поседуваат само 4,5 трилиони усд америкаски долг додека Америкаците поседуваат 9,8 трилиони усд од долгот на сопствената држава. Поголемо покачување на јавниот долг на САД во повоениот период започнува некаде по 1980 година

и од тогаш до денес јавниот долг е зголемен за повеќе од четири пати во апсолутен износ и повеќе од двојно во релативен износ во однос на БДП.

Графикон 17: Долгот на САД во апсолутен износ и во однос на БДП



Извор: Секретаријат за Финансии на САД, достапно на веб (www.treasury.gov)

Проблем со јавниот долг на САД секогаш претставува фактот што истиот тешко се прогнозира. На пример пред 11 септември претседателот Bush предвиде дека америкаскиот буџет од 2000 година до 2004 година не само што нема да оствари дефицит туку напротив ќе оствари суфицит односно приходите ќе бидат поголеми од расходите, а државата ќе може да го намалува својот долг. По поминувањето на овој период се заклучи дека во овие четири години буџетот не само што не остварил суфицит, туку креирал дефицит од 851 милијарда усд или вкупната проекција беше промашена за цели 2,1 трилиони усд. Сепак според Секретаријатот на финансии едно е јасно, а тоа е дека до крај на 2012 година јавниот долг ќе надмине 100% од БДП и ќе достигне апсолутен износ од 16,3 трилиони

усд¹⁷⁸. Ова во најголем дел е резултат на даночните олеснувања од времето на претседателот Bush кои се продолжени од страна на претседателот Обама, голем број на војни активности на САД како и ниското ниво на развој што оневозможува креирање на поголеми приходи за буџетот.

Олеснителна околност е што во моментот каматните стапки се исклучително ниски и трошокот за камата на својот долг САД релативно лесно го поднесува. Поедноставено кажано САД ги исплаќаат своите обврски на терет на ниските камати што ги земаат штедачите низ целиот свет. Но што ќе се случи при пораст на каматните стапки и како овој зголемен трошок за камата ќе се одрази на и така лошата буџетска слика? Во 2011 година на пример приходите од собрани даноци се само 15% од БДП што е за цели 3 процентни поени пониско од историскиот просек од 18%. Поентата е дека има сè помалку извори на приходи за покривање на евентуално зголемени обврски по основа на камата. Буџетскиот дефицит во последните три години се движи околу 10%, што исти така е над просекот од 3% во претходниот период.

Развојот на САД во голема мера зависи од потрошувачката на населението. Со почетокот на кризата граѓаните ја намалија потрошувачката како резултат на достигнување на прагот на максимална лична задолженост, невработеност, намалување на вредноста на имотот и неможност за ново рефинансирање на својот долг, а и како резултат на песимистичките очекувања за иднината на економијата. Имајќи ја предвид намалената потрошувачка, бизнис-инвестициите и вградената песимистичка проекција, може да се очекува дека оваа состојба ќе потрае дали преку стагнантните даночни приходи или пак преземените обврски за расходи.

Проблемот со задолженоста излезе на површина во 2011 година кога Конгресот на САД требаше да одобри зголемување на горната граница на задолженост. Републиканците ја искористија оваа можност за да ја

¹⁷⁸ Извор: годишни извештаи на Office of Management and Budget, 2001 година и 2005 година

наметнат својата филозофија на намалување на расходите. Доколку не се постигнеше договор до 2.8.2011 година САД за прв пат во својата историја немаше да биде во можност да ги сервисира сите свои достасани обврски. По долги и тешки преговори републиканците, демократите и администрацијата одлучија да одобрат зголемување на долгот, а за возврат да се намалат расходите постепено во наредните 10 години. Сепак овој план поради тоа што имаше многу нејаснотии и отворени прашања кои требаше посебен комитет во наредниот период да ги дефинира не го спречи намалувањето на кредитниот рејтинг на САД¹⁷⁹.

6.6.2. Високиот јавен долг- негативен импакт на економијата и потенцијалот за раст

Виското ниво на задолженост негативно се одразува на инфлацијата, економскиот раст и каматните стапки. Исто така ова може да има негативен импакт на вредноста на доларот и загрозување на неговата улога како резервна валута на најголемите светски економии. САД исто така има и растечки трговски дефицит во својата размена со остатокот на светот. Економистите Kenneth Rogoff и Carmen Reinhart (2010) емпириски докажуваат дека растот на економиите е поголем (3-4%) кога јавниот долг е на ниско или средно ниво (под 60% од БДП), додека тој раст е само 1,6% во случаи кога долгот е голем (над 90% од БДП)¹⁸⁰. Авторите овој закчуок го аплицираат и на САД каде што според нивните истражувања во историски контекст секогаш кога јавниот долг ќе биде над 90% од БДП растот се намалува за цца 1% просечно годишно. Во истата студија се докажува и негативниот импакт на јавниот долг врз инфлацијата¹⁸¹.

¹⁷⁹ Кредитниот рејтинг на САД се намали од страна на рејтинг агенцијата Standard & Poor's. Овој чекор не беше следен од страна останатите две рејтин агенции Moody's и Fitch но нивното влијание на полето на државен долг е многу помало

¹⁸⁰ Kenneth Rogoff, Carmen Reinhart, "Growth in a Time of Debt", NBER working paper, 2010 година, страна 25

¹⁸¹ Според Rogoff и Reinhart во услови на јавен долг над 90% од БДП стапката на инфлација достигнува и до 6% годишно споредено со 2-3% инфлација во услови на нормално ниво на јавен долг

И покрај лошата ситуација со задолженоста во која се наоѓа САД, сепак сè уште трезорските записи на САД се третираат како безризична инвестиција. Оваа состојба не е одржлива на долг рок и доколку не се преземат идни мерки кредитбилитетот на САД ќе биде доведен под прашање (прв ваков чекор беше намалувањето на рејтингот од страна на S&P). Во колумна во Financial Times, Niall Ferguson истакнува дека *„Државниот долг на САД е безбедно место како што беше и Перл Харборт безбеден во 1941 година“*¹⁸². Републиканскиот дел од Конгресот е најгласната алка за потребата од итно намалување на јавниот долг на САД бидејќи според нив ваква состојба е закана и за лидерството на САД во светот.

Проблемот со фискалниот дебаланс на САД е тоа што на краток рок речиси и да не се возможни никакви подобрувања. Ова е поради тоа што одговорот на финансиската криза продуцираше големи стимулативни расходи на буџетот кој ќе бидат присутни уште некое време. Од друга страна во услови на криза и стагнантна економска активност приходната страна на буџетот е слаба и недоволна да ги покрие потребите на расходната страна. Како дополнување на овие два фактори се и двете големи војни коишто САД ги води по септември 2001 година (Авганистан и Ирак) и кои продуцираат големи трошоци. За само четири години од 2007 година до 2011 година јавниот долг на САД е зголемен од 65% од БДП на близу 100% од БДП, огромен раст за многу краток период. Ова ја доведе САД во состојба да по еден век се намали кредитниот рејтинг на трезорските записи, што е преседан за „најсигурната инвестиција“ на глобалниот пазар. И самото намалување на рејтингот од страна на S&P всушност претставува пазарна перцепција за долгорочноста на проблемот со задолженоста на САД.

Во теоријата штетноста на големите владини задолжувања вообичаено се нотира во намалената можност за приватниот сектор и населението за достап до капитал во услови на ограничени финансиски

¹⁸² Financial Times, "A Greek Crisis is Coming to America", 2010 година

ресурси на финансискиот пазар. Во услови на голема владина побарувачка за пари логично е да се направи притисок врз каматната стапка и поголеми трошоци за позајмување. Инфлацијата е трет неизбежен страничен ефект во теоријата. Зошто и покрај огромното владини трошење сè уште нема сигнали за овие проблеми во реалната економија? Каматите се на историско најниско ниво, инфлацијата ниска, а капиталот достапен. Одговорот на ова прашање лежи во фактот што САД сè уште се наоѓа во поле на слаба економска активност и нема притисок од страна на реалниот сектор врз пазарот на капитал. Во првиот момент кога ќе заживее економската активност овие слабости неминовно ќе се појават. Во тој случај фискалната и монетарната политика ќе мора да контрахираат со примена на мерки на штедење (случај во Европа во моментот). За да се намали позајмувањето на краток рок мора да се зголемат даноците што повторно би имало негативен импакт врз економскиот развој (замена на приходите наместо од позајмување да се приберат од оданочување). И покрај големите разлики во теоријата за методите за решавање на проблемот со јавниот долг сепак едно е факт: *На среден и на долг рок мора да се намали трошењето на државата, односно наместо на модалитети на приходната да се насочи кон контрола на расходната страна.*

Главните оправдувачки аргументи на администрацијата се дека во последните години преку TARP и други владини програми високото ниво на расходи не беше избор туку нужност. Исто така мал е бројот на критичари кои цврсто тврдат дека војните во Авганистан и Ирак не требаше да се случат. Сите владини трошења во последните 3-4 години не беа проследени со зголемување на даноци, што остави само еден можен извор на покривање на новите расходи-задолжувањето.

6.6.3. Долгорочното решение сепак е на расходната страна

Сосема нормално е да очекуваме дека долгорочно решение за големиот јавен долг на САД е посилен економски развој, подобрување на

продуктивноста, а со тоа и генерирање на повеќе приходи за сервисирање на обврските. Овој пат е безболен и не вклучува зголемување на даноците, а продуцира намалена зависност од задолжување. Но овој пат не може да почне да се оди се додека не се намали трошењето како примарна пречка за економски раст и зголемување на задолженоста. Без кратење на некои ставки од трошоците САД не може да се доведе воопшто до позиција за поттикнување на развојот и продуктивноста. Во 2011 година трошењето на САД околу 60% се финансира од даноци, а околу 40% од задолжување. проблемот е што и двете овие варијабилни не можат да се поместуваат бескрајно нагоре, со што единствена флексибилна варијабилна се расходите односно нивно намалување.

Тезите во овој труд ги оправдуваат стимулативните мерки преземени во САД по кризата, што на прв поглед е контрадикторно со барање на долгорочна перспектива преку намален буџетски дефицит и јавен долг. Сепак, намалувањето на јавниот долг треба да се бара на среден и долг рок. Да се овозможи најпрво економијата да застане на нозе, да се поттикне приватната потрошувачка и инвестиции, да се овозможат поголеми стапки на раст, а дури потоа државата да почне постепено да ја намалува својата активна фискална улога. Во спротивно и сегашните преземени мерки само ќе се дерогираат и обезвреднат.

Претседателот Обама предлага зголемување на даноците за сите лица кои заработуваат над 200 000 усд годишно, со образложение дека потрошувачката над овој доход не е повеќе еластична. Иако ова зголемување на даноците реално не го загрозува премногу економскиот раст сепак приходите кои би се собрале по оваа основа не се ни одблизу доволни за да се намали задолженоста. Филозофијата на демократската администрација одговара на тезите од овој труд односно дека поправична распределба на доходот носи економски бенефити. Сепак ова зголемување на даноците е социјално прифатлива варијанта, но не и доволна за да се одговори на предизвиците на големата задолженост. Имајќи ја предвид економската ситуација освен ова зголемување не треба да се очекува

дополнителен товар за компаниите и лицата, односно од овде натаму контролата на расходите е единствен долгорочен потег. Токму поради оваа причина голем е бројот на критичари на стимулативните мерки на администрацијата, бидејќи истите се составени само од зголемени стимулативни трошења, но не и од мерки за штедење¹⁸³.

Постојат низа на предлози за намалување на расходите почнувајќи од намалување на вработените во администрацијата, па сè до повлекување на сите војници од Авганистан и Ирак. Еден од поедноставните но воедно ефективните планови за намалување на јавниот долг е оној на сенаторот Connie Mack кој предлага 1% намалување на трошењата секоја година во шест последователни години. Неговиот предлог се однесува на апсолутен, а не на релативен износ и со предложеното темпо расходите би требало да се стабилизираат на 18% од БДП по шесте години. И овде мора да се внимава на структурата на кривата затоа што како што напоменавме на неколку места еластичноста и воопшто корисноста од 1 јавно потрошен долар не е иста при различни намени.

Целата оваа проблематика во моментот е префрлена на конгресниот поткомитет кој има за цел да изготви бипартитен план за намалување на трошењата согласно со барањата на републиканските конгресмени при последното гласање за подигање на плафанот за јавниот долг. Прво што треба да го направи Конгресот е да го стабилизира долгот преку јасен и непроменлив лимит во однос на БДП, за да осигура дека долгот нема барем да расте над порастот на БДП¹⁸⁴.

Тоа што во моментот недостасува во САД е политичка желба и компромис помеѓу претседателот и демократскиот дел од Конгресот од една и републиканското мнозинство од друга страна. Тенденцијата на претседателот е да турка модел на социјален инженеринг каде што се обидува преку поправична дистрибуција на доходот да ја зголеми

¹⁸³ Ова се однесува на Recovery Act како и на American Jobs Act донесени од страна на демократската администрација

¹⁸⁴ William J. Dodwell, "The U.S. Public Debt Crisis: A Catalyst For Fiscal Reform and Economic Growth", working paper, 2011 година, страна 21

потрошувачката, а со тоа и целата економија. Проблемот на овој приод е што еднаш стекнатите права на интересните групи тешко се одземаат односно обврските кои ќе ги стекне државата кон ниската класа нема да може лесно да ги отповика. Од друга страна републиканците силно веруваат во слобода на пазарот да ги алоцира ресурсите, силна приватна иницијатива, намалено трошење но и помали даноци. Решението е компромис.

6.7. ПОСТАВУВАЊЕ НА ОСНОВИ ЗА ДОЛГОРОЧЕН ОДРЖЛИВ РАЗВОЈ

Поврзаноста на САД и целокупната глобална економија е двострана. Движењата во остатокот на светот имаат силно влијание врз економијата во САД, но и обратно какви било промени во најголемата економија во светот може да го детерминира глобалниот раст или евентуално пад. И покрај искуствата од САД и во овој момент во дел од земјите (особено земјите во развој) евидентен е непропорционален раст на градежниот и финансискиот сектор во однос на остатокот на економијата. Ваквите дебаланси речиси секогаш креираат балон и завршуваат како кризата во САД од пред три години.

Најголем дел од развиените земји сè уште не го достигнале нивото кое го имаа пред кризата за разлика од земјите во развој кои растат со многу побрзо темпо. Но со овој раст земјите во развој креираат можност за создавање на нивен дебаланс во економијата што може да ги доведе до позиција во која беа развиените земји пред три години. Брзиот и наглиот развој секогаш крие опасности за непродуктивна алокација на ресурсите и креирање на балон (случајот се недвижностите и финансискиот сектор). Иако главната девиза на капиталистичките општества е дека пазарот секогаш најдобро ги алоцира ресурсите, тоа не е секогаш точно. Во услови на експанзија секогаш определен сектор се преценува и се алоцира повеќе капитал во тој сектор давајќи неточна слика за вредноста на истиот. Некои истражувања за ефектот на финансиската криза покажуваат дека пост-

кризниот раст не е доволен за да го достигне трендот пред кризата¹⁸⁵. Поедноставно кажано аутпутот што е изгубен за време на криза малку е веројатно дека ќе се надополни.

Најголем пад во периодот по кризата имаше градежниот сектор кој паѓаше со побрзо темпо отколку што растеше пред кризата. Особено ова беше тренд во Ирска, Шпанија, Велика Британија и САД. Финансискиот сектор навидум немаше голем удар односно неговото релативно учество во БДП не се намали, но негативниот ефект е пресликан во буџетите на државите одосно во стимулативните пакети за спас на финансиските институции. За да се вратат економиите на стапките на раст од пред кризата мора да се врати кондицијата на градежниот или финансискиот сектор, што е малку веројатно, или пак да почнат да растат другите сектори што е поверојатна варијанта. Поверојатна е затоа што сега ќе имаат поголем достап до ресурси (и човечки и капитални) и затоа што не го достигнале максимумот на аутпутот. Кој од останатите сектори ќе ја преземе улогата на мотор на економијата е тешко да се прогнозира и ќе биде различно од земја до земја.

За да се понудат издржани решенија за иднина мора да се таргетира основниот заклучок од претходните тези, а тоа е дека растот пред кризата беше неодржлив и дека небалансираниот секторски приод придонесе за големата криза. Ова е стапица во која можат да се најдат и земјите во развој во наредниот период. Владите мора да внимаваат во иднина и да интервенираат во случаи на вакви дебаланси, да пробат да ги корегираат, а не да „уживаат“ во бројките на голем раст.

Намалувањето на долгот на поединците во однос на нивниот доход и намалувањето на задолженоста во однос на БДП на агрегатно ниво е виден чекор кон стабилизација на системот и поттикнување на раст. Во услови на голема задолженост поединците се исклучително сензитивни и на мали турбуленции во надолна линија. Треба да се внимава овој процес на

¹⁸⁵ Базелски Комитет за Банкарска Суперизија, "An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements", 2010 година

намалување на долгот да не биде нагло затоа што може да продуцира големо намалување на агрегатната побарувачка, а со тоа и забавување на економијата. Од друга страна треба да се стимулираат другите сектори надвор од градежништво и инвестиции во недвижности кои би го апсорбирале негативниот импакт на намалената побарувачка за недвижности. Постојат тврдења дека по пат на инфлација може да се намали долгот во однос на номиналниот доход, но ваква опција според наше мислење носи низа на други опасности како пад на стандардот на населението. Постепено, но константно намалување на задолженоста на поединците е добра основа за долгорочен раст.

Погоре во трудот е објаснет феноменот на големиот јавен долг и негативниот импакт којшто го има на економијата. Иако по 2008 година приватниот долг почна да се намалува, јавниот долг зазеде сосема поинаков правец. Зголемувањето на јавниот долг веднаш по почетокот на кризата е разбирлив процес како резултат на потребата да се спасат некои важни институции и да се помогне на некои категории на граѓани. Или пак се збирно да се оневозможи тотален колапс на економијата. Но поминаа повеќе од три години од почетокот на кризата, а јавните долгови продолжуваат да растат (посебно во САД). Доколку веднаш не запре овој процес владите ќе се соочат со толку голем јавен долг што ќе ги оневозможи да преземат било какви акции во иднина. *Ќе го изгубат оружјето што го имаа на располагање по почетокот на кризата-фискални стимулативни пакети.*

Разликата помеѓу јавните приходи и расходи нема да може лесно да се избалансира и од кога ќе се појават првите знаци на економски раст и зголемување на приходите од собрани даноци. Решението не може да биде краткорочно затоа што се преземени некои обврски и дадени права кои тешко се укинуваат или намалуваат. Од друга страна лошиот рејтинг на кредитната способност на државата исклучително негативно се одразува на компаниите и физичките лица. Секое влошување на кредитниот рејтинг на државата повлекува и поголеми трошоци за позајмување на компаниите

бидејќи кредитниот ризик на компанија се надоградува на кредитниот ризик на земјата. Овој проблем во моментот го има Грција, каде што финансиските институции се соочуват до големи проблеми во прибирањето на капитал на отворениот пазар, бидејќи целиот фокус е на лошиот кредитен рејтинг на земјата. *Заклучокот е дека мора да се поминат краткорчните негативни ефекти врз растот на економијата во кој ќе конрахира фискалната политика за да се овозможи раст на среден и долг рок.*

Тоа што загрижува во овој момент е фактот што во голем обем стабилноста на глобалната економија зависи од брзорастечките земји од развој кои ја надополнуваат паднатата побарувачка од развиените земји. Но сепак според наше мислење првичната убава слика за големи стапки на раст крие многу ризици во себе. А овие ризици се многу слични на тоа што веќе се случи во развиените земји и се премногу видливи за да бидат занемарени. Од друга страна статистиката во земјите во развој сè уште не е доволно кредибилна и надвор од политички влијанија за да може со сигурност да се потврдат сите важни податоци.

И во услови на глобална економска криза земјите во развој остваруваат големи стапки на раст, проследени со кредитна експанзија и раст на цените на недвижностите. На пример, Бразил, Кина и Индија од 2006 година до денес остваруваат просечен годишен кредитен раст над 20%, износ ист или поголем од растот на кредитите во Ирска и Шпанија пред кризата¹⁸⁶. Земјите во развој ја избегнаа рецесијата и последиците од последната финансиска криза, но доколку се осврнат на своите слабости и ризици, а не само на стапките на раст можат да се заштитат од евентуални огромни последици.

Во услови на примена на нетрадиционални монетарни интервенции централните банки денес се соочуват со многу поголема комплексност од порано. Особено е усложнета структурата на билансите на централните банки, а со тоа и ризиците што произлегуваат од тие промени. Исто така

¹⁸⁶ BIS Annual Report, 2010/2011, страна 32

голем дел од основните продукти и енергенси покажуваат знаци на инфлаторно движење на цените кои заедно со ликвидноста којашто ја овозможуваат централните банки може да доведе до голема глобална инфлација. Политичките турбуленции во Северна Африка и Блискиот Исток дополнително ја зголемуваат цената на нафтата, која постојано расте и покрај намалената потрошувачка особено во развиените земји. Политиките на ниски каматни стапки не можат да трајат вечно за сметка на поттикнување на економскиот раст. Ниските каматни стапки на долг рок покрај погодната подлога за инфлација може негативно да делуваат на ефикасната алокација на ресурсите и обесхрабрување на штедењето. Тоа што економиите во овие стагнантни или рецесиони услови не можат да си го дозволат е висока инфлација. Ова би било последен од низата на негативни фактори кои би ја зголемиле агонијата и безизлезноста. Централните банки треба да се подготват за постепено зголемување на каматните стапки со најмали можни последици за реалната економија.

И конечно регулаторните реформи се процеси кои никогаш и не завршуваат. Последните промени пред сè со носењето на Базел 3 стандардите несомнено ќе придонесат за зајакнување на финансискиот систем. Реформите се насочени пред сè кон воочените причини и слабости кои доведоа до финансиската криза, но треба да се има предвид дека ниту една криза не е иста на претходна, односно ризиците треба да се бараат и таму каде што сега не се појавиле на површина. Поентата е дека силните регулаторни напори на полето на капитални стандарди и тестирањето на издржливост на криза на финансиските институции мора да се дополнат и со елементи кои не биле во центарот на интерес во финансиската криза, како што се прудентна супервизија, меѓународна регулаторна соработка и слично.

Сите погоре анализирани сегменти (задолженост на компаниите и поединците, јавниот долг, монетарната политика, регулаторна реформа и сл) имплицираат краткорочни жртви за долгорочен бенефит. Дали ќе се претендира кон намалување на јавните расходи, зголемување на каматите

или посилна регулатива ќе значи првичен негативен удар за реалната економија. Но едноставно колку побргу се направи толку помала ќе биде штетата а перспективите за долгорочен раст поголеми.

ЗАКЛУЧОК

- Секогаш кога ќе се појават настани со вакви глобални импакти, потрагата по аргументите и причините секогаш е интензивна и контроверзна. Утврдувањето на причините е основата за утврдување на делувањето во иднина и избегнување на вакви драматични неуспеси на пазарот. Причините за почеток треба да ги побараме во историските настани кои претходеа и создале услови кои во себе кријат потенцијална криза.
- Несомнено е дека акумулирањето на долг е основен мотор за економскиот напредок на развиените земји. Левериџот се појавува како основен елемент на принципите на либералната демократија и пазарната економија. Истиот овозможува развој но само до определена висина, дополнителното задолжување над таа граница долгорочно ги загрозува фундаментите на една економија. Во 1975 година долгот во САД претставувал 62% од расположливиот доход и за само три декади пораснал на 127% од расположливиот доход. Ова е сосема јасен сигнал дека растот на задолженоста на граѓаните не може да оди до бесконечност без сериозно да се загрози редовноста во сервисирањето на обврските на должниците. Факт е дека долго време граѓаните во САД (со видливи варијации ова е случај и со сите развиени земји) живеат над своите реални можности. Најлош сооднос на долг во однос на доход имаат граѓаните со најмали приходи што дополнително го проблематизира задолжувањето и ризиците кои произлегуваат од него. Освен на микро ниво долгот бележи драстичен пораст и на макро ниво. Владите многу често прибегнуваат кон користење на фискалната политика како стимулирачки инструмент во економијата.
- Држењето на ниско ниво на каматните стапки во подолг период не ги дава очекуваните резултати во долгорочниот економски развој. Оваа теза е потврдена во случајот на САД и Јапонија во последните две

декади. Големата понуда на пари по ниски камати може да доведе до нивна неадекватна алокација и креирање на ризични пласмани кои во иднина може да го загрожат финансискиот систем. Бидејќи со бесконечно намалување на каматните стапки не може да се креираат бесконечно многу реални инвестиции, банките бараат алтернативни начини за пласман на евтино добиени пари. Ова подразбира и олабавување на дел од банкарските критериуми за ризичност на пласманите и достапност до кредити за помалку кредитноспособни клиенти.

- Слободното движење на финансиски средства на глобално ниво ја надминува секоја фаза на интеграција во даден момент дури и помеѓу земји кои немаат речиси никаква политичка соработка. Земјите во развој се соочуваат со голем суфицит на заштеди, којшто преку различни канали на движење доаѓа во развиениот свет, пред сè САД, каде што од друга страна има суфицит на слободни финансиски инструменти во кои би се инвестирале вишокот на ликвидни средства. Оваа зголемена понуда на пари води до голема ликвидност и ниски каматни стапки. Овој феномен на глобален имбаланс е резултат на недостатокот на должнички инструменти во земјите во развој. Опкружување во кое има голема количина на „евтини пари“ неминовно доведува до потрага на инвестиции со повисока стапка на поврат, а со тоа носи поголеми ризици. Балонот во финансискиот сектор беше следен со балон во глобализацијата.
- Големата ликвидност по ниски каматни стапки беше следена со континуиран процес на дерегулација на финансискиот пазар. Филозофијата за дерегулација на финансискиот пазар и поттикот за развој на нови финансиски производи скоро и да немаше посериозни опоненти во поновата историја. Процесот на дерегулација се одвиваше континуирано воедно следен со силен економски раст кој ја замаглуваше реалната опасност од овој процес. Низа на закони во САД се донесоа со кои се олесни достапноста на кредитите до секој

граѓанин и се овозможи формирање на големи, комплексни финансиски институции. Регулативата којашто постоеше пред кризата немаше суштински механизми истата да ја спречи.

- Во САД всушност функционираат два вида финансиски институции кои доминираат во системот, односно класично комерцијално банкарство од една страна и инвестициско банкарство од друга страна. Двата паралелни банкарски света растеа заедно со тоа што на почетокот на 90-тите инвестиционото банкарство и другите финансиски институции коишто го сочинуваа банкарството од сенка доживува енормна експанзија и го зазема водечкото место во финансискиот систем. Оваа борба и натпревар имаше и доста позитивности за граѓаните и компаниите коишто може да дојдат до средства по рекордно ниски каматни стапки. Се беше толку добро што никој не сакаше да го види системскиот ризик кој чека да еруптира. Големiot развој на алтернативните финансиски институции ги создаде најголемите пет инвестициони банки во САД: *Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers* и *Bear Sterns* кои беа и главните актери во финансиската криза од 2007 година. Од овие пет гиганти само првите две ја преживеаја кризата како самостојни ентитети.
- Претходната декада се карактеризира со невиден раст на цените на станбен простор и бројот на луѓе и семејства коишто наместо да рентаат, поседуваат куќа. Големата понуда на средства сè полесно стигаше до кредитно послабите корисници, што драстично ја промени ризичноста на овој вид на пласмани. Во 2006 година subprime кредитите сочинуваа близу 20% од вкупните хипотекарни кредити што значеше драстичен пораст од 2002 година кога претставуваа само 8% од вкупните кредити од овој вид. Како резултат на стимулативните владини политики стапката на тие кои поседуваа сопствен дом скокна на рекордни 69,2% во пролетта 2004 година што е за 4,9 процентни поени повеќе од пред 10 години. Само по пат на

рефинансирање на постојните домови американските граѓани „извадија“ дополнителни 2 трилиони УСД во периодот помеѓу 2000-2007 година како резултат на зголемената вредност на хипотеците.

- Целта на овој труд е да утврди зошто се случи финансиската криза, кои беа реакциите на државата и што треба да се преземе за да се минимизира ризикот од идни вакви кризи. Трудот заклучува дека имаше голем број на предупредувачки сигнали кои не беа правилно антиципирани. *Кризата е резултат на интеракција на повеќе фактори кои можело и требало да се контролираат подобро од страна на регулаторите. Процесот на дерегулација и силната верба во саморегулирачката функција на пазарот ги загрози основните темели на финансискиот систем.* Филозофијата на дерегулација беше толку силна на ниво на конвенционална мудрост што речиси и да немаше посериозно опоненти во двата политички естаблишмента. Процесот на дерегулација е поддржуван во неколку последователни декади од страна на ФЕД, Конгресот, администрацијата, поголем дел од стручната јавност (со чесни исклучоци) и силно мотивиран од големите финансиски корпорации.
- Една од фундаменталните тези во економската наука е дека луѓето реагираат на поттикнувачки фактори. Пазарот на хипотекарни кредити во САД во последните неколку декади го промени својот модел од кредитирање и задржување на пласманот до негово конечно достасување (Originate to hold model) кон модел на кредитирање за понатамошна дистрибуција на пласманот (Originate to distribute model), што драстично ги промени поттикнувачките фактори на речиси сите учесници на овој пазар. Овој модел го намали интересот на примарниот давател на кредит за редовно следење на клиентот, изнаоѓање на решенија без реализација на колатералот, пролонгација, репрограм и други методи кои би го оддржале пласманот во редовен статус. Преку процеот на секјуритизација ризикот се трансферира на широк спектар на

инвеститори од целиот свет. Комплексноста на финансиските инструменти ја намали транспарентноста на пазарот и овозможил конкурентска борба на „непознат терен“.

- Процесот на секјуритизација е совршено смислен модел за ефикасно функционирање на финансискиот пазар со својот полн капацитет. Со овој процес се премостуваат потребите и побарувачката на средства помеѓу субјекти од целиот свет. Истиот се изведува исклучиво врз база на сложени информатички и математички операции. Покрај големиот број на предности овој инструмент има една основна негативност: *Трансфер на ризикот на субјекти кои не можат тој ризик реално да го проценат.*
- *Финансиската криза од 2007 година не е еден единствен настан, туку серија на настани и кризи кои силно го загрозија финансикиот систем и целокупната економија.* Проблем во една област од финансискиот пазар водеше кон проблем во останатите области преку интерконекцијата и ранливоста на системот којашто регулаторите и банкарите не ја видоа. Сите финансиски институции зависат од позајмени пари и од довербата што ја имаат позајмувачите. Пазарот функционира се додека субјектите веруваат во тоа. Довербата се наруши и пазарот едноставно замрзна. Во целиот овој период ФЕД и Секретаријатот за финансии носат одлуки и мерки преку ноќ да би ги пресретнале настаните и ублажиле последиците, но тие секогаш беа чекор позади развојот на кризата.
- Овој процес многу бргу се пренесе во реалната економија. Голем дел од планираните инвестициски вложувања запреа или како недостаток на средства или како недостаток на оптимизам на пазарот. Приватната потрошувачка драстично контрахира затоа што голем дел од потрошувачката во САД зависи од кредитирањето на населението. Поради општата неактивност на стопанството почнаа голем број на отпуштања и пад на вработеноста што дополнително ја намали и така ограничената потрошувачка. *Паниката и*

несигурноста на финансискиот систем ја одведе американската и глобалната економија во една од најголемите рецесии која што ја паметат генерации наназад. Замрзнувањето на кредитирањето всушност значеше замрзување на целата економија, која во претходните години се базираше исклучиво на оптимистички очекувања.

- Првите реакции на Владата беа прилично избрзани, без доволно податоци за носење на правилни одлуки и се базираа на немање на јасна слика на системскиот ризик и поголемата слика на можни консеквенции. Неконзистентноста на мерките доведе до зголемување на неизвесноста на пазарот. Дозволувањето Lehman Brothers да пропаде и на тој начин да се докаже дека сепак пазарот функционира (дури и кога треба некој субјект да банкротира) имаше исклучително негативен импакт за понатамошниот тек на кризата. *Не постои издржано објаснување зошто властите не постапија исто со Lehman како и со сите други финансиски институции кои беа системски значајни за пазарот.* Особено ако се земе предвид дека пред Lehman се презедоа мерки за спас на Bear Stearns, Freddie Mac и Fannie Mae, а веднаш по падот на Lehman се случи спасувањето на AIG.
- Проблемот кај големите финансиски институции е тоа што не сакаа да го антиципираат крајот на огромните профити, а со тоа да се прилагодат на нормални пазарни услови во кои финанскиот сектор би заработувал согласно со вложениот труд и вообичаените профитни маржи во останатите сектори. Токму затоа кризата ги затече неспремни, сè уште еуфорични и недоволно реални во погледите и првичните акции. *Високиот левериџ и базирањето на краткорочни извори на финансирање не соодветствуваа со ризичноста на нивните пласмани.*
- Кризата исто така е резултат на ниски морални вредности на дел од менаџерите во големите финансиски институции. Долги години на

просперитет и големи добивки ги оставија институциите без одбрамбен механизам во случај на криза, а менаџерите неподготвени за вакви околности. *Намалувањето на стандардите за кредитирање, ризични инвестиции, ставање на краткорочниот профит пред долгорочните интереси на компанијата и несоодветно мерење на ризикот е директна одговорност на менаџментот на компаниите.* Најкоректен би бил заклучокот дека менаџерските награди не се клучниот проблем во настанувањето на финансиската криза, но начинот на кој истите се утврдуваат и исплаќаат во себе содржи негативни поттикнувачки фактори за преземање на поголем ризик и насочување кон големи краткорочни добивки. Компаниите го форсираа кредитирањето на помалку кредитноспособни лица без посерозна анализа на можните ризици, а регулаторите не го спречија тоа.

- Подоцнежните реакции на државата беа видливо поконзистентни, макро насочени и добро координирани. Мерките на монетарната политика можат да бидат ефективни само доколку пазарот функционира. Во спротивно не постојат пазарни движења преку кои ќе се пренесат ефектите на монетарното олабавување. Токму затоа неопходна беше интеракција на монетарната и фискалната политика за постигнување на резултати кои ќе бидат доволно значајни за да го сопрат целосниот колапс на финансискиот систем. Како резултат на преземените активности од страна на ФЕД, неговиот биланс значајно се зголеми во размер кој може во иднина да ја ограничи моќта на монетарната политика. Промените во биласот на ФЕД се од квантитативна и квалитативна природа. Оваа состојба на долг рок мора да се промени и ФЕД да се ослободи од поризичните средства во својата актива и да се врати на трезорските записи како доминентен дел во своите средства.
- *Неконвенционалните мерки на владата преку TARP програмата и Recovery and Reinvestment Act беа оправдани и неопходни.* Секако

дека нивниот обем, структура и намена можеа и поинаку да се детерминираат сепак крајниот трошок за даночните обврзници е помал од ризикот за целосен крах на финансискиот систем и целокупната економија. Силната улога на државата во услови на финансиска криза не значи дека треба да се бара нов систем на економско уредување. Државната интервенција треба да се гледа во насока на модификација на основните капиталистички вредности кои ќе го зајакнат системот, а не во насока на барање на нов систем или пак свртување кон социјализам.

- На крај трудот се обидува да извлече лекции за иднината односно како да се заштити финансискиот систем од вакви драматични дисторзии. Предложените мерки и реформи во трудот не исклучуваат и останати мерки кои не се споменати во истиот. Напротив, тие се само еден дел од мозаикот кој треба да го направат американскиот и глобалниот финансиски систем посилен.

- *Правична распределба на доходот:* Бенефитите од економскиот развој пред кризата во најголем дел ги почувствуваа ограничен број на поединци додека ниската и средната класа главно стагнираа. Овој податок е штетен за економијата. Богатите не трошат исто како и средната и ниската класа односно најголем дел од нивниот доход оди во заштеди, а не во директна потрошувачка. Правичната распределба на доходот не е само политичко или социјално прашање, тоа во суштина е економски проблем. Се додека не се ублажат овие разлики американската економија тешко ќе може да се врати на големите стапки на раст поттикнати од потрошувачката. Клучниот проблем не е да се наметне помало трошење на населението туку да се овозможи поголем доход за огромното мнозинство како би можело без задолжување да ги покрие своите потреби. Едноставно кажано економките

бенефити треба да се ползуваат од поширока структура на поединци.

- *Поефикасна контрола на банките.* Постојат голем број на идеи како да се подобри контролата на банките од кој дел веќе се и релизирани. Еден од методите може да биде воведување на процикличен карактер на капиталните стандарди, односно наместо фиксни таргети на потребен капитал истите да се менуваат врз база на економскиот циклус со што би се пресретнале потенцијалните ризици на долг рок. По почетокот на кризата во САД и во уште неколку од развиените земји се воспоставија нови регулаторни тела. Но прашањето е дали диферзифицирана структура на регулатори може да одговори соодветно на комплексноста на сегашниот финансиски систем? Потребата од централизација со цел поголема ефикасност е присутна како во секоја земја така и на глобално ниво. Во насока на поправична распределба на доходот е и идејата за оданочување на банкарските трансакции.
- *Мултинационален одговор на глобални кризи:* Секако дека таму каде што започна кризата и таму каде што се најголемите проблеми треба да се бараат и причините, но сепак САД не беше единствената земја која не ги предвиде ризиците од глобалните финансиски текови. Целиот развиен капиталистички свет има свој удел или одговорност за настанатата криза и глобалните ефекти од истата. Слабостите, причините и мерките на американските власти детално се анализирани погоре во трудот, но ставање на акцент само на таа земја и можностите за справување со криза од такви размери е погрешен или во најмала рака недоволен пристап. Потребен е глобален пристап кон сите финансиски институции вклучувајќи ги: инвестициските банки, хеџ фондовите, паричните фондови, осигурителни компании и слично, како и

глобален пристап кон финансиските деривати. Иако меѓународните стандарди предвидуваат соработка помеѓу земјите во кои делуваат системски важни финансиски институции сепак овие стандарди формално не ги утврдуваат каналите и методите за оваа соработка со што се остава простор за определен субјективизам.

- *Иднината на хипотекарното кредитирање и на владино спонзорираниите компании (Freddie Mac и Fannie Mae):* Сегашната состојба на конзервација на Fannie Mae и Freddie Mac не може да трае вечно односно хипотекарниот систем мора да се трансформира. Прашањето е само во која насока ќе оди таа трансформација? Комбинираниот систем на приватна иницијатива и владина помош од денешна гледна точка е моделот којшто ветува најстабилен, а воедно и ефикасен систем на хипотекарно кредитирање. Хибридниот систем успешно ги спојува позитивностите од двете крајности, а воедно ги елиминира главните недостатоци.
- *Намалување на јавниот долг, но на среден и долг рок:* Проблемот со фискалниот дебаланс на САД е тоа што на краток рок речиси и да не се можни никакви подобрувања. Ова е поради тоа што одговорот на финансиската криза продуцираше големи стимулативни расходи на буџетот кој ќе бидат присутни уште некое време. Од друга страна во услови на криза и стагнантна економска активност приходната страна на буџетот е слаба и недоволна да ги покрие потребите на расходната страна. Сосема нормално е да очекуваме дека долгорочно решение за големиот јавен долг на САД е посилен економски развој, подобрување на продуктивноста, а со тоа и генерирање на повеќе приходи за сервисирање на обврските. Овој пат е безболен и не вклучува зголемување на даноците, а продуцира намалена зависност од задолжување. Но овој пат

не може да почне да се оди се додека не се намали трошењето во области кои даваат мала додадена вредност во економијата, а продуцираат зголемување на задолженоста. Без кратење на некои ставки од трошоците САД не може да се доведе воопшто до позиција за поттикнување на развојот и продуктивноста. Треба да се биде многу внимателен во овој процес за да не се загрозат првичните позитивни ефекти на стимулативната политика. Секое нагло вртење кон штедење е погрешен чекор со далекусежни последици.

- Во моментот на пишување на овој труд перспективите на американската економија се добри. Растот е умерен, но е широко базиран, од индустријата, потрошувачката, вработеноста, па сè до финансиските резултати на компаниите. Тоа што недостасува во моментот е подобрување на состојбата со пазарот на недвижности. Ако растот на овој пазар во минатото беше предвесник на вкупниот економски развој сега треба да се очекува истата тенденција, но во обратна насока. За очекување е дека должничката криза во Еврозоната ќе потрае, а земјите од БРИК ќе го забават својот развој. САД ќе има негативни последици од ова, но ќе ја задржи и веројатно ќе ја зајакне позицијата на водечка економија во светот.

ДОДАТОК А: Финансиска криза-Временска рамка на настани и преземени активности

Период	Настан
27 Февруари, 2007	Freddie Mac објавува дека нема повеќе да купува од најризичните хипотекарни кредити и хартии од вредност поврзани со нив
2 Април, 2007	New Century Financial Corporation- хипотекарен кредитор банкротира
24 Јули, 2007	Информации за проблеми со Countrywide Financial Corporation
31 Јули, 2007	Bear Stearns ликвидира два хец фонда коишто инвестираа во различни видови на хипотекарно поврзани хартии од вредност
6 Август, 2007	Пропаѓа American Home Mortgage Investment Corporation-10-та по големина хипотекарно-кредитна институција
16 Август, 2007	Fitch го намалува рејтингот на Countrywide Financial Corporation на BBB+
17 Август, 2007	ФЕД ја намалува каматната стапка на примарните кредити за 50 базични поени на 5,75% и го зголемува максималниот рок на 30 дена. Истиот ден FOMC објавува дека ризиците за економскиот развој видливо пораснале
18 Септември, 2007	ФЕД ја намалува федералната каматна стапка на 4,75%. Секретарот за финансии Paulson ја објавува иницијативата Hope Now
31 Октомври, 2007	ФЕД ја намалува федералната каматна стапка на 4,5%
11 Декември, 2007	ФЕД ја намалува федералната каматна стапка на 4,25%
21 Декември, 2007	ФЕД објавува дека TAF аукциите ќе се оддржуваат на секои две недели се додека условите на пазарот тоа го бараат.
11 Јануари, 2008	Bank of America објавува дека ќе ја купи Countrywide Financial Corporation за приближно 4 милијарди усд
22 Јануари, 2008	ФЕД ја намалува федералната каматна стапка на 3,5%
30 Јануари, 2008	ФЕД ја намалува федералната каматна стапка на 3%
13 Февруари, 2008	Претседателот Bush ги потпишува Economic Stimulus Act
17 Февруари, 2008	Велика Британија ја национализира Northern Rock
11 Март, 2008	ФЕД објавува креирање на TSLF аранжман според кој ќе позајми околу 200 милијарди усд против широк спектар на колатерал
16 Март, 2008	ФЕД го воспоставува PDCF аранжманот кој се однесува на примарните дилери
18 Март, 2008	ФЕД ја намалува федералната каматна стапка на 2,25%
24 Март, 2008	ФЕД-Њу Јорк објавува дека ќе овозможи финансиска помош преку наманеска компанија Maiden Lane за да го олесни купувањето на Bear Sterns од страна на JP Morgan Chase.
30 Април, 2008	ФЕД ја намалува федералната каматна стапка на 2%
25 Јуни, 2008	ФЕД гласа да се задржи каматната стапка на 2%
13 Јули, 2008	Бордот на Гувернери на ФЕД го овластува Њу Јорк ФЕД да позајмува во крајна инстанца на Fannie Mae и Freddie Mac
30 Јули, 2008	Претседателот Bush го потпишува Housing and Economic Recovery Act
5 Август, 2008	ФЕД гласа да се задржи каматната стапка на 2%
7 Септември, 2008	FHFA ги става Fannie Mae и Freddie Mac под "конзервација".

15 Септември, 2008	Bank of America ја објавува својата намера да го купи Merrill Lynch за 50 милијарди усд
15 Септември, 2008	Lehman Brothers банкротира
16 Септември, 2008	Бордот на Гувернери на ФЕД ја овластува Њу Јорк ФЕД да позајми 85 милијарди усд на AIG
16 Септември, 2008	ФЕД гласа да се задржи каматната стапка на 2%
17 Септември, 2008	SEC објавува привремена забрана за “краткорочни тргувања,” на акциите на сите финансиски институции
18 Септември, 2008	FOMC ја зголемува постојната swap линија за 180 милијарди усд со Bank of Japan, Bank of England и Bank of Canada
20 Септември, 2008	Секретаријатот за финансии на САД доставува драфт документ до Конгресот за овластување за купување на „проблематични средства“
21 Септември, 2008	Бордот на Гувернери на ФЕД ја одобрува апликацијата на Goldman Sachs и Morgan Stanley за банкарски холдинг компании
29 Септември, 2008	FDIC објави дека Citigroup ќе ја купи Wachovia преку договор за поделба на евентуална загуба помеѓу Citigroup и државата за портфолио од 312 милијарди усд.
29 Септември, 2008	Конгресот го одбива предложениот текст за купување на проблематични средства доставен од страна на Секретаријатот за финансии
03 Октомври 2008	Конгресот го изгласува а претседателот го потпишува EESA кој што ја утврдува TARP програмата од 700 милијарди усд
07 Октомври 2008	FDIC објавува пораст на износот на осигуран депозит на 250.000 усд
08 Октомври 2008	Бордот на гувернери на ФЕД ја овластува Њу Јорк ФЕД да и позајми на AIG 37,8 милијарди усд врз база на кеш колатерал
08 Октомври 2008	ФЕД гласа да се намали каматната стапка на 1,5%
14 Октомври 2008	Секретаријатот за финансии на САД објавува дека директно ќе инјектира капитал во финансиските институции до сума од 250 милијарди усд.
21 Октомври 2008	ФЕД објавува креирање на програмата MMIFF, според која Њу Јорк ФЕД се овластува да купува специфични средства (SIV) од одредени категории на инситуции во најголем дел од money market mutual funds.
24 Октомври 2008	PNC Financial Services Group ја купува National City Corporation создавајќи ја петтата најголема банка во САД
29 Октомври 2008	ФЕД гласа да се намали каматната стапка на 1%
10 Ноември 2008	ФЕД и Секретаријатот за финансии објавуваат реструктурирање на нивната поддршка на AIG. Според оваа одлука Секретаријатот за финансии на САД ќе купи приоритетни акции во износ од 40 милијарди усд, а кредитот на ФЕД би се намалил од 85 милијарди на 60 милијарди усд.
17 Ноември 2008	Три големи осигурителни компании (Lincoln National, Hartford Financial Services и Genworth Financial) побараа учество во TARP програмата

18 Ноември 2008	Ford, General Motors и Chrysler побараа учество во TARP програмата
23 Ноември 2008	Секретаријатот за финансии, ФЕД и FDIC заедно објавија договор со Citigroup за овозможување на пакет од гаранции, ликвидни средства и капитал.
25 Ноември 2008	Бордот на гувернери на ФЕД донесува нова програма позната како TALF според која Њу Јорк ФЕД ќе позајми близу 200 милијарди усд на иматели на AAA рангирани хартии од вредност
25 Ноември 2008	Бордот на гувернери на ФЕД донесува нова програма за купување на директни обврски на Fannie Mae и Freddie Mac на износ од 100 милијарди усд и 500 милијарди усд во хипотекарни хартии од вредност
3 Декември 2008	SEC одобрува нови мерки за зголемување на транспарентноста и одговорноста на рејтинг-агенциите
16 Декември 2008	ФЕД гласа да се намали каматната стапка во маргини од 0-0,25%
19 декември 2008	Секретаријатот за финансии одобрува заеми од 13,4 милијарди усд на General Motors и 4 милијарди усд на Chrysler од TARP програмата
16 Јануари 2009	Секретаријатот за финансии и FDIC објавуваат пакет од гаранции, ликвидни средства и капитал за Bank of America. Владата на САД инвестира 20 милијарди усд директно во капитал на оваа финансиска институција
10 Февруари 2009	Секретарот за финансии Timothy Geithner го објавува новиот Financial Stability Plan
17 Февруари 2009	Претседателот Обама го потпишува American Recovery and Reinvestment Act од 2009 година којшто вклучува низа на стимулативни мерки и намалување на даноци со цел поттикнување на економскиот развој
18 Февруари 2009	Претседателот Обама го најавува The Homeowner Affordability and Stability Plan којшто овозможува рефинансирање на дел од хипотекарните кредити гарантирани или во сопственост на Fannie Mae и Freddie Mac
25 Февруари 2009	ФЕД заедно со останатите институции задолжени за супервизија на финансискиот систем објавува дека ќе се изврши стрест тест на банкарски холдинг-компаниии со вкупни средства над 100 милијарди усд
26 Февруари 2009	Fannie Mae објавува загуба од 25,2 милијарди усд само за последниот квартал од 2008 година и вкупна загуба од 58,7 милијарди усд
2 Март 2009	Секретаријатот за финансии и ФЕД изнесуваат план за реструктурирање на државната помош за AIG. Со новите мерки AIG ќе добие дополнителни 30 милијарди усд во вид на капитал
3 Март 2009	Секретаријатот за финансии и ФЕД објавуваат нова програма позната како Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)
11 Март 2009	Freddie Mac објавува загуба од 23,9 милијарди усд за

	последниот квартал од 2008 година или вкупна загуба од 50,1 милијарда усд за целата година
18 Март 2009	ФЕД гласа да се задржи каматната стапка во маргини од 0-0,25%
19 Март 2009	Секретаријатот за финансии ја објавува Auto Supplier Support Program со која се овозможува финасирање на автомобилската индустрија до 5 милијарди усд
25 Март 2009	Секретаријатот за финансии предлага законска основа со која државните органи ќе добијат овластување за „преземање“ на определни финансиски институции
7 Мај 2009	ФЕД ги објавува резултатите од стрест тестот за 19 најголеми банкарски холдинг-компаниии. Извештајот утврдува дека овие компании може да загубат до 600 милијарди усд во 2009 и 2010 година доколку се оствари песимистичкото сценарио за движење на економијата
20 Мај 2009	Претседателот Обама го потпишува Helping Families Their Homes Act со кој привремено се зголемува износот на гарантиран депозит од 100 000 усд на 250 000 усд
10 Јуни 2009	Секретаријатот за финансии објавува дека 10 од најголемите финансиски инситуции кои што партиципираат во Capital Purchase Program ги исполните условите за враќање на уплатениот капитал од страна на државата
19 Јуни 2009	Секретаријатот за финансии објавува предлог за реформа на регулаторните механизми и основање на Financial Services Oversight Council.
30 Јуни 2009	Секретаријатот за финасии доставува предлог до Конгресот за формирање на Consumer Financial Protection Agency, агенција во која треба да се концентрираат сите надлежности во областа на заштита на правата на потрошувачите
15 Јули 2009	Конгресот ги назначува членовите на Financial Crisis Inquiry Commission. Комисијата добива задача да извести за причините за кризата до 15 декември 2010 година
25 Август 2009	Претседателот Обама го именува Ben Bernanke за претседател на ФЕД по втор пат
14 Октомври 2009	Dow Jones ја достигнува бројката од 10 000 за прв пат по 3 Октомври 2008 година
22 Октомври 2009	ФЕД објавува предлог за уредување на политиките за наградување во финансиските институции
2 Декември 2009	Bank of America објавува дека ќе ги откупи сите 45 милијарди усд приоритетни акции на Владата на САД добиени по основа на TARP програмата
14 Декември 2009	Wells Fargo објавува намера за враќање на 25 милијарди усд приоритетни акции на Владата на САД добиени по основа на TARP програмата
Крај на 2009	Кризата го губи интензитето и финансискиот систем полесно се враќа во нормални, секојдневни операции. Сепак и во 2010 година следат низа на акти и предлози со кои се прават нови чекори во надмунивање на проблемите и заштита на системот во иднина од вакви потреси

КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА

1. Alesina, A. And Summers, L. "Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence", Journal of money, credit and banking, 1993 година
2. Allison, A. John, "The Financial Crisis and the Free Market Cure: Why Pure Capitalism is the World Economy's Only Hope", McGraw-Hill, 1 edition, 2012 година
3. Amiyatosh Purnanandam, "Originate-to-Distribute Model and the Subprime Mortgage Crisis", working paper, 2009 година
4. Apel, Emmanuel, "Central Banking Systems Compared, The ECB, The pre-euro Bundesbank, and The FED", Routledge International Studies in Money and Banking, New York, 2003 година
5. Aristotle, "The Politics", Penguin, New York, 1981 година, превод
6. Arthur E. Wilmarth Jr, "The Transformation of the U.S. Financial Services Industry, 1975-2000: Competition, Consolidation and Increased Risks", University of Illinois Law Review, 2002 година
7. Arthur E. Wilmarth, Jr., "Why Financial Conglomerates Are at the Centre of the Financial Crisis", working paper, 2011 година
8. Ashok Bardhan, "Of Subprimes and Sundry Symptoms: The Political Economy of the Financial Crisis", working paper, 2010 година
9. Auerbach, Alan J., "Activist Fiscal Policy to Stabilize Economic Activity", University of California, Berkeley, working paper, 2009 година
10. Austin Murphy, "An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions", working paper, Oakland University, 2008 година
11. Арсовски, Драгољуб, "Ризици во Банкарското Работење", Економски Институт, Скопје, 1998 година
12. Barth James R., Li Tong, Wenling Lu, Yago Glen H., "The Financial Crisis: How Did We Get Here and Where We Go Next?" working paper, 2010 година
13. Bebchuk, Lucian A., Alma Cohen, Holger Spamann, "The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008" working paper, Harvard Law School, 2010 година
14. Bernanke, Ben "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression". American Economic Review 73, 1983 година

15. Bernanke B. and Getler M. "Should central banks respond to movements in asset prices? ", American Economic Review, 2001 година
16. Bernanke, Ben "Essays on the Great Depression" Princeton University, 2004 година
17. BIS, "Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision", online article, 2008 година
18. BIS, Базелски Комитет за Банкарска Суперизија, "The Basel Committee's response to the financial crisis: Report to the G20", 2010 година
19. BIS, Базелски Комитет за Банкарска Суперизија, "Revisions to the Basel II market risk framework", 2009 година
20. BIS Annual Report, 2010/2011
21. BIS Annual Report, 2011/2012
22. BIS, "Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision", 2008 година
23. Bordo, Michel D., "An historical perspective on the crisis of 2007-2008", working paper, NBER, Cambridge, 2008 година
24. Brigham, F. Eugene, Ehrhardt C. Michael, "Financial Management: Theory and Practice", Eleventh Edition, Thompson South-Western, 2005 година
25. Burton, M. Brown B., "The Financial System and the Economy: Principles of Money and Banking", e-book, 5 ed. New York: M.E. Sharpe Inc., 2009 година.
26. Базелски Комитет за Банкарска Суперизија, "An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements", 2010 година
27. Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff "Banking Crises: An Equal Opportunity Menace", working paper, NBER, Cambridge, 2008 година
28. Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff "The Aftermath of Financial Crises", working paper, NBER, Cambridge, 2009 година
29. Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, "This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly", Princeton University, 2009 година
30. Cavallo Michele, Majnoni Giovanni, "Do banks Provision for Bad loans in Good Times?", The World Bank, Financial Sector Strategy and Policy Department, 2001 година

31. Cecchetti, Stephen G. and Sullivan, Roisin O, "The ECB and The FED", working paper, London, 2002 година
32. Charles, Jaklin and Bhattacharya, Sudipto, "Distinguishing Panics and Information-based Bank Runs: Welfare and Policy Implications", Journal of Political Economy, 1988 година
33. Choi, J.Jay, Michael G.Papaioannou, "Credit, Currency or Derivates: Instruments of Global Financial Stability or Crisis" Emerald Books, 2009 година
34. Chris Brummer, "International Financial Institutions and Global Legal Governance, The Transgovernmental Origins of, and Responses to the Financial Crisis", The World Bank Legal Review, 2011 година
35. Christina D.Romer, "Lessons from Great Depression for Economic Recovery in 2009", working paper, 2009 година
36. Christian Laux, Christian Leuz, "Did Fair-Value Accounting Contribute to the Financial Crisis?", NBER working paper, 2009 година
37. Colandar D., Goldberg M., Haas A., Kirman A., Juselius K., Sloth B., Lux T., "The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics", workin paper, 2010 година
38. Delimatsis, P. Herger, N, "Financial regulation at the crossroads: Implications for supervision, institutional design and trade", Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International., 2011 година
39. Dell'Ariccia Giovanni, Detragiache Enrica, Rajan Raghuram, "The real effect of banking crises," Journal of Financial Intermediation, 2008 година
40. Diamond, Douglas W., "Raghuram Rajan The credit crisis: Conjectures about causes and remedies" working paper, NBER, Cambridge, 2009 година
41. Dickinson, Eric, "Credit Default Swaps: So Dear to Us, So Dangerous" working paper, 2008 година
42. Dieter Gerdesmeier, Francesco Paolo Mongelli and Barbara Roffia "The Euro system, The FED and The Bank of Japan-Similarities and differences", working paper, ECB, 2007 година
43. Dodwell, William J., "The U.S. Public Debt Crisis: A Catalyst For Fiscal Reform and Economic Growth", working paper, 2011 година
44. Dwight Jaffe, Quigley John M., "The Future of Government Sponsored Enterprises: The Role for Government in the U.S Mortgage Market", NBER working paper, 2011 година

45. Fabozzi, Frank J.; Henry Davis; Moorad Choudhry, "Introduction to Structured Finance". Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2006 година
46. Fabozzi J.Frank, Pamela P.Peterson, "Financial Management and Analysis", Second Edition, Wiley, 2003 година
47. Federal Reserve Board, "Bank Holding Company Supervision Manual", FED, Washington, 2008 година
48. Federal Reserve System, "Purposes and Functions", FED, Washington, ninth edition, 2005 година
49. Federal Reserve Bank of Minneapolis, "Born of panic, forming the FED", Minneapolis, 1988 година
50. Federal Reserve, Board of Governors of the Federal Reserve System, "Reserve Requirements", 2011 година
51. Ferguson, Nail, Civilization, "The West and the Rest", Penguin Books, 2012 година
52. Fitzpatrick, Thomas J. and Sagers, Chris, "Credit Rating Organizations, Their Role in the Current Calamity, and Future Prospects for Reform", working paper, 2010 година
53. Foster, John Bellamy, Magdoff, Fred, "The Great Financial Crisis: Causes and Consequences", Monthly Review Press, 2009 година
54. Franklin Allen, Ana Babus, Elena Carletti, "Financial Crisis: Theory and Evidence", working paper, 2009 година
55. Franklin Allen, Douglas Gale, "An Introduction to Financial Crises", working paper, 2007 година
56. Фити, Таки, "Феноменологијата на Економските Кризи", Економски Факултет-Скопје, 2009 година
57. Geithner, Timothy, "Introducing the Financial Stability Plan", press room U.S. Department of the Treasury, 2009 година
58. Gerding, Eric F., "The Outsourcing of Financial Regulation on Risk Models", working paper, 2010 година
59. Goldsmith, Barbara, "Handbook for Surviving the Global Financial Crisis", 2009 година
60. Gorton, Gary B., "The Panic of 2007", working paper, NBER, Cambridge, 2008 година

61. Gordon Gary B., "Some Reflections on the Recent Financial Crisis", NBER working paper, 2012 година
62. Grier A. Waymond, "Credit Analysis of Financial Institutions", 2nd Edition, Euromoney Institutional Investor Plc, 2007 година
63. Greenspan, Alan, "The Crisis" working paper, New York, 2010 година
64. Guill, G. D., "Bankers Trust and the Birth of Modern Risk Management", The Wharton School, University of Pennsylvania, 2009 година
65. Gurusamy, S., "Financial Services and System", 2nd ed. New Delhi: Tata McGraw-Hill, 2009 година
66. G20, "Agreed Actions to Implement the G-20 Accord for Sustained Growth", G20 Meeting of Ministers and Governors Sao Paulo – Brazil 8-9 November 2008, 2008 година
67. Harvard University, "The State of the Nations Housing Report", 2008 година
68. Institute of International Finance, "Compensation in Financial Services, Industry Progress and the Agenda for Change", 2008 година
69. International Journal of Central Banking, Special Issue: Banking Integration, Bank Stability and Regulation, Frankfurt, 2009 година
70. International Monetary Fund, "Global Financial Stability Report: Durable Financial Stability, getting there from here", online article, 2011 година
71. International Monetary Fund, " World Economic Outlook", online article, 2011 година
72. Jensen, Michael C., Murphy, Kevin J., "CEO Incentives-It is Not How Much You Pay, But How", working paper, 1990 година
73. Jokipii T., Monnin P., "The impact of banking sector stability on the real economy", European Central Bank Conference. Frankfurt June 2010, 2010 година
74. Јовановски, Тихомир, "Монетарна економија", Скопје, 1995 година
75. Laeven, Luc, "Bank Governance and Regulation", Tilburg University, 2011 година
76. Laurence, Siegel B., "Insights Into the Global Financial Crisis", The Research Foundation of CFA Institute, 2009 година
77. Levine, Ross, "Finance, Long-run Growth, and Economic Opportunity", Brown University, 2011 година

78. Levine, Ross, Robert King, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", MIT Press, 1993 година
79. Lewis Michel, " The Big Short: Inside the Doomsday Machine", W. W. Norton & Company; Reprint edition, 2011 година
80. Lewis Michel, " Boomerang: Travels in the New Third World ", W. W. Norton & Company; 1 edition, 2012 година
81. Locke, John, "An Essay Concerning Human Understanding", 1690 година
82. Lucas, Robert, "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries". American Economic Review 80, 1990 година
83. Kau, James B., Keenan, Donald C., Lyubimov, Constantine, Slawson, V. Carlos "Asymmetric Information in the Subprime Mortgage Market" working paper, 2010 година
84. Kenen, Peter B., " The International Financial Architecture " , What's new? What's missing?" Institute for International Economics, Washington DC, 2001 година
85. Koch, Timothy W., MacDonald, Scott S., "Bank Management" 7th edition, South-western engage learning, 2009 година
86. Kolb, Robert, "Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future", Wiley, 2010 година
87. Kolb, Robert, " The Financial Crisis of Our Time ", Oxford University Press, 2011 година
88. Krugman, Paul, "The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008", W. W. Norton & Company; Reprint edition, 2009 година
89. Krugman, Paul, "End This Depression Now!", W. W. Norton & Company, 2012 година
90. Kuang, Y. F. and Qin B. "Credit Rating and CEO Risk-taking Incentives", Free University Amsterdam & University of Groningen. 2009 година
91. Madura, Jeff, "Finacial Markets and Institutions" 9th Edition, South Western Cengage Learning, 2010 година
92. Malmendier U. and Nagel S., "Depression babies: Do macroeconomic experiences affect risk taking?" The Quarterly Journal of Economics, Volume126, Issue1 Pp. 373-416. 2011 година

93. Mason, Joseph R., "The Summer of 07 and the Shortcoming of Financial Innovation", Journal of Applied Finance, 2008 година
94. McLean, Bethany and Nocera, Joe, "All the Devils Are Here: The Hidden History of the Financial Crisis", Portfolio Hardcover, 2010 година
95. Minsky, Hyman P., "The Modeling of Financial Instability", 1974 година
96. Mishkin, S. Frederic, "Is monetary policy effective during financial crises?", working paper, NBER, Cambridge, 2009 година
97. Mitchell, Wesley C., "Business Cycles", University of California Press, 1913 година
98. Moody's Analytics, "The Future of the Mortgage Finance System", 2011 година
99. Мишкин, Фредрик С., "Пари, Банкарство и Финансиски Пазари", осмо издание, преведено на македонски, Магор, 2010 година
100. Ng Jeffrey, Vasvari Florin P., W-Moarman Regina, "The Impact of TARPs CPP on The Stock Market Valuation of Participating Banks", 2011 година
101. OECD, "Bank competition and Financial stability", 2011 година
102. OECD, "Policy Roundtables, Competition, Concentration and Stability in The Banking Sector", 2010 година
103. Office of Financial Stability, US Department of The Treasury, "Troubled Asset Relief Program: Three Years Anniversary Report", 2011 година
104. Office of Management and Budget, годишни извештаи 2001 година и 2005 година
105. Paulson, Henry M., "On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System", Business Plus; Reprint edition, 2011 година
106. Peek J., Rosengren E. S., Tootel G. M. B, "Using Bank Supervisory Data to Improve Macroeconomic Forecasts", Boston FED, online article, 1999 година
107. Петковски, Михаил "Финансиски Пазари и Институции", Економски Факултет, Скопје, второ издание 2009 година
108. Попоска, Климентина, "Комерцијално Банкарство", Економски Институт, Скопје, 2008 година
109. Raghuram G. Rajan "Has Financial Development Made the World Riskier?" working paper, 2005 година

110. Reich, Robert B., "Afterschock: The Next Economy and Americas Future", Vintage, 2011 година
111. Rogoff, Kenneth, "Three Challenges Facing Modern Macroeconomics", White paper, National Science Foundation, 2010 година
112. Scheller, Hanspeter K., "The European Central Bank-history, role and functions", Frankfurt, 2004 година
113. Schinasi, G. J., "Safeguarding Financial Stability; Theory and Practice", International Monetary Fund, 2006 година
114. Schmid Bernd, "Credit risk Pricing Models, Theory and Practice", second edition, Verlag Berlin Heidelberg New York, 2000 година
115. Shadab, Houman B., "Lessons From the Financial Crisis-Regulating Credit Default Swaps", 2010 година
116. Siegfried Utzig, "The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies", ADBI Working Paper Series, 2010 година
117. Sinclair, Timothy J. "Credit Rating Agencies and the Global Financial Crisis", Economic Sociology, 2010 година
118. Sjostrom, William K., Jr, The AIG Bailout, working paper, 2009 година
119. Sorkin, Andrew Ross, "Too Big to Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System---and Themselves", Viking Adult, 2009 година
120. Standard & Poor's, "Sovereigns Rating List; Credit Rating", 2011 година
121. Stella, Peter, "The Transformation of the Federal Reserve System Balance Sheet and Its Implications", The Robert Kolb Series in Finance, 2010 година
122. Stella, Peter, "Minimising Monetary Policy", BIS Working paper, 2010 година
123. Stiglitz, Joseph E., "The Financial Crisis of 2007-2008 year and its Macroeconomic Consequences" working paper, 2008 година
124. Stiglitz, Joseph E., "Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy", W. W. Norton & Company; Reprint edition, 2010 година
125. Stiglitz, Joseph E., "The Price of Inequality: How Today's Divided Society Endangers Our Future", W. W. Norton & Company, 2012 година
126. Taylor, John, "Housing and Monetary Policy", working paper, NBER, 2007 година

127. Taylor, J.B “Macroeconomic Policy in a World Economy“, New York, Norton, 1993 година
128. "The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States", 2011 година
129. The Department of Treasury, US Department of Housing and Urban Development, "Reforming Americas Housing Finance Market", извештај доставен до Конгресот на САД, 2011 година
130. Thorsten Beck, “Regulatory Reform after the Crisis: Opportunities and Pitfalls”, online article, 2010 година
131. Трпески, Љубе, “Банкарство и Банкарско работење”, Економски Факултет, Скопје, 2009 година
132. Трпески, Љубе, “Монетарна Економија”, Економски Факултет, Скопје, 2010 година
133. U.S. Department of Housing and Urban Development, "Subprime Lending Report, Unequal Burden: Income and Racial Disparities in Subprime Lending", 2009 година
134. Wallison, Peter J., Pollock, Alex J. and Edward J Pinto, "Taking the Government Out of Housing Finance: Principles for Reforming the Housing Finance Market", An American Enterprise Institute Policy White Paper, 2011 година
135. Williams, Mark, "Uncontrolled Risk: Lessons of Lehman Brothers and How Systematic Risk Can Still Bring Down the World Financial System", 2010 година
136. www.bankofengland.co.uk
137. www.bis.org
138. www.bloomberg.com
139. www.g20.org
140. www.imf.org
141. www.investinmacedonia.com
142. www.investopedia.com
143. www.ecb.int
144. www.economist.com

- 145. www.eurostat.co.uk
- 146. www.europa.eu
- 147. www.nbrm.gov.mk
- 148. www.newyorkfed.org
- 149. www.federalreserve.gov
- 150. www.ft.com
- 151. www.standardandpoors.com
- 152. www.worldbank.org
- 153. www.wsj.com